

**МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ**

**ХАРКІВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ  
МІСЬКОГО ГОСПОДАРСТВА імені О. М. БЕКЕТОВА**

**І. О. Самойленко**

**КОНСПЕКТ ЛЕКЦІЙ**

з дисципліни

**«ІНВЕСТИЦІЙНИЙ МЕНЕДЖМЕНТ»**

*(для студентів магістратури усіх форм навчання  
спеціальності 073 – Менеджмент)*

**Харків  
ХНУМГ ім. О. М. Бекетова  
2019**

**Самойленко І.О.** Конспект лекцій із дисципліни «Інвестиційний менеджмент» (для студентів магістратури усіх форм навчання спеціальності 073 – Менеджмент) / І. О. Самойленко ; Харків. нац. ун-т міськ. госп-ва ім. О. М. Бекетова. – Харків : ХНУМГ ім. О. М. Бекетова, 2019. – 84 с.

Автор І. О. Самойленко

Рецензент С. І. Плотницька, доктор економічних наук, професор Харківського національного університету міського господарства імені О. М. Бекетова

*Рекомендовано кафедрою менеджменту і адміністрування, протокол № 7 від 21.11.2017.*

© І. О. Самойленко, 2019

© ХНУМГ ім. О. М. Бекетова, 2019

## ЗМІСТ

ВСТУП.....	5
1 КЛАСИФІКАЦІЯ ІНВЕСТИЦІЙ. ЇХ СУТНІСТЬ І ЗМІСТ. ОСОБЛИВОСТІ ЗАЛУЧЕННЯ І ОСВОЄННЯ ІНВЕСТИЦІЙ .....	6
1.1 Основні функції інвестицій .....	6
1.2 Характеристика видів інвестицій відповідно до кваліфікаційних ознак .....	6
1.3 Особливості залучення і освоєння інвестицій .....	9
2 РОЗРОБКА ТА РЕАЛІЗАЦІЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ СТРАТЕГІЇ .....	12
2.1 Інвестиційна стратегія і її формування .....	12
2.2 Процес розробки інвестиційної стратегії .....	13
2.3 Основні етапи процесу формування інвестиційної політики підприємства .....	15
2.4 Сучасні підходи до розробки інвестиційної стратегії підприємств .....	18
3 УПРАВЛІННЯ РЕАЛЬНИМИ ІНВЕСТИЦІЯМИ .....	22
3.1 Форми реального інвестування підприємства .....	22
3.2 Технології управління реальними інвестиціями підприємства .....	24
3.3 Обґрунтування доцільності реальних інвестицій .....	26
3.4 Формування інвестиційного портфелю за рахунок реальних інвестицій .....	28
4 УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМИ ІНВЕСТИЦІЯМИ .....	30
4.1 Особливості здійснення фінансових інвестицій .....	30
4.2 Процес управління фінансовими інвестиціями .....	33
4.3 Методи оцінки ефективності фінансових інвестицій .....	37
5 ФОРМУВАННЯ ТА УПРАВЛІННЯ ІНВЕСТИЦІЙНИМ ПОРТФЕЛЕМ .....	44
5.1 Типи інвестиційного портфеля .....	44
5.2 Етапи формування інвестиційного портфеля .....	45
5.3 Класифікаційні ознаки групування інвестиційних портфелів .....	47
5.4 Базові принципи управління інвестиційним портфелем .....	49
6 СУТНІСТЬ І КЛАСИФІКАЦІЯ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЕКТІВ. ЇХ ЗНАЧЕННЯ ДЛЯ РОЗВИТКУ ПІДПРИЄМСТВА .....	50
6.1 Інвестиційний проект: сутність та зміст .....	50
6.2 Класифікація інвестиційних проектів .....	54
6.3 Фінансування інвестиційних проектів .....	57

6.4 Ефективність інвестиційних проектів.....	60
7 ПОКАЗНИКИ ЕФЕКТИВНОСТІ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЕКТІВ.....	66
7.1 Економічний аналіз ефективності інвестиційного проекту.....	66
7.2 Види грошових потоків.....	67
7.3 Основні показники ефективності інвестиційного проекту.....	68
8 ОЦІНКА ЕФЕКТИВНОСТІ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЕКТІВ. МЕТОДИКА ВИБОРУ НАЙЕФЕКТИВНІШОГО ІНВЕСТИЦІЙНОГО ПРОЕКТУ.....	71
8.1 Сучасна концепція оцінки ефективності інвестиційних проектів.....	71
8.2 Переваги та недоліки методів оцінки ефективності інвестиційних проектів.....	72
8.3 Методи оцінки альтернативних (конкуруючих) інвестиційних проектів.....	74
9 НЕВИЗНАЧЕНІСТЬ І РИЗИК В ІНВЕСТИЦІЙНОМУ МЕНЕДЖМЕНТІ.....	76
9.1 Сутність інвестиційного ризику.....	76
9.2 Модель оцінки ефективності інвестиційного проекту з урахуванням ризиків.....	77
СПИСОК РЕКОМЕНДОВАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	82

## ВСТУП

Конспект лекцій призначений для вивчення теоретичних і практичних засад інвестиційного менеджменту, набуття навичок з управління інвестиційною діяльністю: розроблення інвестиційної стратегії, управління реальними та фінансовими інвестиціями, управління ризиком. За змістом він дає основи знань та практичні навички з обґрунтування напрямків інвестиційної діяльності підприємства і може використовуватися для вивчення дисципліни «Інвестиційний менеджмент» студентами спеціальності 073 – Менеджмент і всіх інших, що вивчають дисципліну «Інвестиційний менеджмент» та окремі питання управління інвестиціями на підприємстві.

Змістовна частина конспекту лекцій побудована за окремими темами, які в цілому охоплюють робочу програму курсу: теоретичні основи інвестиційного менеджменту; методичний інструментарій інвестиційного менеджменту; інвестиційну стратегію підприємства; управління реальними інвестиціями підприємства; вибір інвестиційних проектів та формування програми реальних інвестицій; управління фінансовими інвестиціями підприємства; управління інвестиційним ризиком. Основними задачами конспекту лекцій є оволодіння студентами сучасними методами управління інвестиційною діяльністю. Усі розділи дисципліни мають відносно самостійне значення і можуть використовуватись при розробленні дипломних проектів, а також при здійсненні професійної діяльності щодо виконання функцій управління інвестиціями. За структурою дисципліна охоплює дев'ять окремих тем, які функціонально та логічно пов'язані між собою. Кожна тема має назву і план, який в подальшому розкривається за окремими питаннями. Розвиток та поглиблення задач дисципліни за межами конспекту лекцій слід шукати в зазначених літературних джерелах, які, як правило, містять посилання на чинні законодавчі акти або нормативні документи, що регламентують ті чи інші питання дисципліни.

# 1 КЛАСИФІКАЦІЯ ІНВЕСТИЦІЙ. ЇХ СУТНІСТЬ І ЗМІСТ. ОСОБЛИВОСТІ ЗАЛУЧЕННЯ І ОСВОЄННЯ ІНВЕСТИЦІЙ

## 1.1 Основні функції інвестицій

Категорія інвестицій у вітчизняній і зарубіжній літературі визначається порізно. З одного боку, – це довгострокові вкладення ресурсів із метою отримання прибутку в майбутньому, з іншого – це виробничий процес створення виробничих потужностей, найму робочої сили.

У вітчизняній науці найрозповсюдженішим є розуміння сутності інвестиції **як вкладання капіталу з метою подальшого його збільшення.**

Так, найбільш повне й вичерпне визначення інвестицій знайшло своє відображення в Законі України «Про інвестиційну діяльність» [1] від 18 вересня 1991 року, де під інвестиціями розуміють усі види майнових та інтелектуальних цінностей, що вкладаються в об'єкти підприємницької та інших видів діяльності, в результаті якої створюється прибуток або досягається соціальний ефект. То бто процес вкладення ресурсів (благ, майнових й інтелектуальних цінностей) із метою отримання прибутку в майбутньому.

У сучасній літературі термін «інвестиції» ідентифікується з терміном «капітальні вкладення». Таке визначення звужує поняття інвестицій, оскільки ці два поняття не збігаються кількісно й відрізняються якісно. Інвестиції можуть здійснюватися в оборотні активи, в різноманітні фінансові інструменти (акції, облігації), а також в окремі види нематеріальних активів. Отже, капітальні вкладення повинні розглядатися як одна з форм інвестицій.

Таким чином, під *інвестиціями* необхідно розуміти ті економічні ресурси, що спрямовуються на збільшення як реального капіталу суспільства, тобто на розширення чи модернізацію виробничого апарату, так і інвестиції в «людський капітал», які на сучасному етапі розвитку економіки набувають усе більшого значення.

## 1.2 Характеристика видів інвестицій відповідно до кваліфікаційних ознак

### *Ознаки інвестицій:*

– цінності – матеріальні (кошти, рухоме та нерухоме майно) або нематеріальні цінності, в т.ч. об'єкти права інтелектуальної власності (інвестиційні проекти, торгова марка, «ноу-хау», винаходи та ін.), вартість яких може бути виражена в грошовому еквіваленті;

– об'єкт вкладення – об'єкти господарської діяльності або інших сфер суспільного життя (наука, культура, соціальна сфера тощо);

– мета вкладення – досягнення певного соціально–економічного ефекту, що зазвичай поєднує задоволення суспільних потреб (у нових товарах, об’єктах – житлових, культури, освіти, охорони здоров’я, духовного життя) та приватних інтересів інвесторів (у задоволенні господарських потреб інвестора, отриманні прибутку, створенні сприятливих умов для праці та відпочинку найманих працівників, що в кінцевому підсумку сприяє підвищенню прибутковості виробництва).

Класифікаційні ознаки інвестицій:

- 1) за об’єктами вкладення капіталу;
- 2) метою інвестування;
- 3) формами власності капіталу, що інвестується;
- 4) джерелами фінансування інвестиційної діяльності;
- 5) відтворювальною спрямованістю;
- 6) територіальною ознакою;
- 7) періодом здійснення;
- 8) рівнем інвестиційного ризику;
- 9) галузями економіки;
- 10) критерієм спрямованості дій.

**Основною** ознакою, за якою інвестиції поділяються на форми, є **об’єкт** вкладення **капіталу**. За цією ознакою ми виділяють:

1. Реальні чи капіталоутворюючі інвестиції, під якими розуміють вкладення коштів у реальні активи, як матеріальні (будівлі, споруди, обладнання, приріст матеріально–виробничих запасів), так і нематеріальні (ліцензії, патенти, права користування природними ресурсами, «ноу–хау») тощо.

2. Фінансові інвестиції, до них належать вкладення капіталу в розробку проектів, у купівлю акцій, облігацій та інших цінних паперів різних підприємств і установ, випущених державою або приватними юридичними особами.

За ознакою **мети** інвестування фінансові інвестиції поділяються на **стратегічні** (коли інвестор вкладає капітал у контрольний пакет акцій із метою здійснення стратегічного управління компанією) та **портфельні** (коли інвестор має на меті лише приріст суми вкладеного капіталу або отримання поточного доходу). За метою інвестування інвестиції бувають:

1) вимушені, викликані такими обов’язковими обставинами, як, наприклад, підвищення надій–ності та техніки безпеки на виробництві, екологія тощо;

2) ринкові, тобто підприємство інвестує у вдосконалення продукції або ж диверсифікацію виробництва з метою збереження позицій на ринку;

3) антизатратні – такі інвестиції дають змогу підвищити продуктивність праці й прибутковість підприємства;

4) дохідні, що покликані забезпечити зростання доходів переважно за рахунок розширення традиційних напрямів діяльності підприємства.

За **формами власності** інвесторів розрізняють інвестиції приватні, державні, іноземні та спільні.

**Приватні** інвестиції здійснюють фізичні особи, а також юридичні особи з приватним капіталом.

**Державні** – державні та місцеві органи влади, державні (казенні) підприємства з бюджетних і позабюджетних фондів, власних і позичкових коштів.

**Іноземні** – фізичні та юридичні особи іноземних держав.

**Спільні** – суб'єкти певної держави та іноземних держав.

За **джерелами фінансування** інвестиційної діяльності інвестиції поділяються на такі, що здійснюються за рахунок:

- власних фінансових ресурсів інвестора (прибутки, амортизаційні відрахування, відшкодування збитків від аварій, стихійного лиха, грошові нагромадження і заощадження громадян, юридичних осіб тощо);

- запозичені (державний кредит, кредит комерційних банків й інших фінансово-кредитних установ);

- залучених фінансових ресурсів інвестора (кошти інших інвесторів і вкладників).

За **відтворювальною спрямованістю**:

- валові інвестиції характеризують загальний обсяг капіталу, що інвестується у відтворення основних засобів і нематеріальних активів за певний час;

- реноваційні характеризують обсяг капіталу, який інвестується в просте відтворення основних коштів і нематеріальних активів, що амортизуються. У кількісному вираженні реноваційні інвестиції прирівнюються зазвичай до суми амортизаційних відрахувань за певний період;

- чисті інвестиції характеризують обсяг капіталу, що інвестується в розширене відтворення основних коштів і нематеріальних активів. У кількісному вираженні чисті інвестиції – це сума валових інвестицій, зменшена на суму амортизаційних відрахувань за всіма видами капітальних активів, що амортизуються підприємством у певному періоді.



За територіальною ознакою розрізняють інвестиції в державі та поза її межами. Внутрішні інвестиції здійснюють в об'єкти інвестування в межах держави, а іноземні – поза її межами. До іноземних інвестицій належить також придбання різних фінансових інструментів інших держав – акцій іноземних компаній, облігацій інших держав тощо.

За **ступенем ризику** інвестиції поділяються на такі види:

- безризикові інвестиції характеризують вкладення засобів у такі об'єкти інвестування, в яких відсутній реальний ризик втрати капіталу або очікуваного доходу і практично гарантоване одержання розрахункової реальної суми чистого інвестиційного прибутку;
- низькоризикові інвестиції характеризують вкладення капіталу в об'єкти інвестування, ризик за якими значно нижчий від середнього;
- середньоризикові інвестиції – рівень ризику по об'єктах інвестування цієї групи приблизно співпадає з середньоринковим;
- високоризикові інвестиції – рівень ризику по об'єктах інвестування цієї групи зазвичай істотно перевищує середньоринковий.

За **критерієм спрямованості** дій:

- нетто–інвестиції – інвестиції на заснування проекту (початкові інвестиції);
- екстенсивні інвестиції – інвестиції на розширення (збільшення) виробничого потенціалу;
- реінвестиції – повторні інвестиції за рахунок використання прибутку, отриманого від первинного капіталу;
- бруто–інвестиції – це нетто–інвестиції плюс реінвестиції.

За спрямованістю за **видами економічної діяльності** інвестиції поділяються на такі, що залучені в:

- 1) первинний сектор економіки (АПК, видобуток сировини);
- 2) вторинний сектор економіки (виробництво, будівництво);
- 3) третинний сектор економіки (сфера послуг: транспорт, зв'язок, торгівля, туризм, ІТ, банківська сфера, освіта).

### **1.3 Особливості залучення і освоєння інвестицій**

Під системою залучення інвестицій слід розуміти сукупність її окремих компонентів та взаємозв'язків між ними. В системі залучення інвестицій на

підприємства такими компонентами є суб'єкти прямого іноземного інвестування, які функціонують та перебувають під впливом конкретного бізнес–середовища; об'єкти залучення (власне інвестиції); інвестиційні проекти, потреба в реалізації яких є однією з головних причин залучення інвестицій, а також форми залучення інвестицій, вибір яких залежить від специфіки конкретного інвестиційного проекту [2].

Учасниками процесу іноземного інвестування є:

- 1) транснаціональні компанії (ТНК) – стратегічні інвестори;
- 2) інституційні інвестори (зокрема, фонди прямих інвестицій чи міжнародні фінансові організації, такі як МФК та ЄБРР);
- 3) приватні інвестори (інвестори–підприємці).

Характерними особливостями **стратегічних** інвесторів є те, що вони прагнуть володіти контрольною або ж близькою до неї часткою власності статутного капіталу, що вимагатиме зміну структури і системи управління цільового підприємства; також вони здійснюють свою господарську діяльність в тій самій або суміжній галузі, що і їх об'єкт інвестицій, за посередництва якого вони планують досягти стратегічних цілей розвитку.

Більшість **інституційних** інвесторів є пасивними портфельними інвесторами. До виду інституційних інвесторів належать і венчурні капіталісти, які асоціюються з фінансуванням нових підприємств або тих, що вибирають своє місце на ринку інноваційних продуктів, а відтак характеризуються високим рівнем ризику інвестицій. Їх характерною особливістю є здійснення інвестицій з чіткою стратегією виходу («begin with the end in mind») і метою – отримання прибутку на протязі 4–6 років. Особливої уваги серед інституційних інвесторів заслуговують також такі міжнародні інвестори, як ЄБРР і МФК, які фінансуються державними органами різних країн і, як наслідок, мають відмінні цілі, аніж проста максимізація прибутку. Для перехідних економік такими цілями є реструктуризація підприємств і створення ефективних ринкових умов, які забезпечили б сталий розвиток.

Основною метою приватних інвесторів (інвесторів–підприємців) є використання специфічних переваг країни, галузі, місцевого підприємства з подальшим отриманням прибутку. Зважаючи, що пряме іноземне інвестування вимагає від інвестора значних коштів, ця група орієнтується на малі та середні підприємства, які легше проконтролювати. Більшість інвестицій здійснюються у не грошовій формі, надаючи перевагу трансферу обладнання і технологій виробництва.

Діяльність групи інвесторів–підприємців є найбільш ризикованою. В межах цієї групи виокремлюють так званих бізнес–ангелів, які займаються прямим інвестуванням комерційної діяльності, зазвичай на її ранніх етапах розвитку. Їх основним полем діяльності є молоді перспективні підприємства з дефіцитом власних фінансових ресурсів, але з інноваційною ідеєю.

Для підвищення ефективності функціонування системи залучення інвестицій на підприємство необхідно розуміти суть процесу вибору інвестором інвестиційного проекту, де основними критеріями виступають їх дохідність та ризиковість. Через обмеженість інформації, що є джерелом невизначеності, та асиметрію інформації оцінювання дохідності та ризикованості інвестиційного проекту ускладнюється, а вибір відбувається на основі певних критеріїв.

Критерії **відбору** інвестиційних проектів іноземними інвесторами поділяються на такі групи:

- 1) фінансові критерії (чиста теперішня вартість грошових потоків, індекс прибутковості, внутрішня норма дохідності, період окупності тощо);
- 2) ринкові критерії (частка ринку, потенціал ринку до зростання, темпи зростання ринку, оцінка купівельної спроможності споживачів, оцінка конкурентів);
- 3) критерії оцінки людського капіталу (оцінка команди, рівня кваліфікації генерального директора та вищого керівництва, їх особистих якостей).

Слід зазначити, що важливість кожної групи критеріїв при відборі інвестиційних проектів буде відрізнятися в залежності від виду іноземного інвестора, його мотивів, а також виду самих інвестицій, що планується залучати.

Процес залучення інвестицій на підприємство не є однобічним, а його результат напряму залежить від погодження інтересів зацікавлених сторін. Підприємство не діє самотійно та ізольовано. Воно приступає до пошуку іноземного інвестора та налагодження з ним відносин.

Передумовою успішного результату залучення інвестицій є погодження інтересів та узгодженість дій між зацікавленими сторонами: підприємством та інвестором, які формують групу головних суб'єктів системи залучення ПІІ на підприємства та впливають на реалізацію інвестиційних проектів і вибір форми залучення інвестицій (корпоративна чи договірна). Визначальними критеріями відбору інвестиційних проектів інвесторами є фінансові, ринкові та кадрові. Залежно від масштабу та специфіки інвестиційного проекту другорядними суб'єктами системи можуть виступати державні органи влади, агентства із залучення інвестицій та інші посередники.

## 2 РОЗРОБКА ТА РЕАЛІЗАЦІЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ СТРАТЕГІЇ

### 2.1 Інвестиційна стратегія і її формування

**Інвестиційна стратегія** являє собою систему довгострокових цілей інвестиційної діяльності підприємства, що обумовлені загальними завданнями його розвитку та інвестиційною ідеологією, а також вибір найбільш ефективних шляхів їх досягнення.

Інвестиційну стратегію представляють як генеральний план дій у сфері інвестиційної діяльності підприємства, що визначає пріоритети її напрямків і форм, характер формування інвестиційних ресурсів і послідовність етапів реалізації довгострокових інвестиційних цілей, що забезпечують передбачений загальний розвиток підприємства.

Існує два види інвестиційної стратегії. **Активна** інвестиційна стратегія забезпечує зростання прибутковості до середньогалузевого рівня вкладень та передбачає відбір і реалізацію різних інноваційних проектів. За такої стратегії інвестор оцінює альтернативні інвестиційні проекти, проводить їх техніко–економічне обґрунтування, селекціонує їх, відбирає найперспективніші й формує відповідний інвестиційний портфель. **Пасивна** інвестиційна стратегія передбачає підтримку незмінного рівня розвитку підприємства. Реалізуючи цю стратегію, інвестор прагне зберегти вже досягнутий ним рівень показників своєї господарської діяльності за рахунок інвестицій.

**Правила**, що забезпечують підготовку і прийняття стратегічних інвестиційних рішень в процесі розробки інвестиційної стратегії підприємства:

1. Розгляд підприємства як відкритої соціально–економічної системи, спроможної до самоорганізації.
2. Забезпечення погодженості перспективного, поточного і оперативного управління інвестиційною діяльністю.
3. Забезпечення адаптивності інвестиційної стратегії до змін чинників зовнішнього інвестиційного середовища.
4. Забезпечення альтернативності стратегічного інвестиційного вибору.
5. Забезпечення постійного використання результатів технологічного прогресу в інвестиційній діяльності.
6. Врахування рівня інвестиційного ризику в процесі прийняття стратегічних інвестиційних рішень.
7. Орієнтація на професійний апарат інвестиційних менеджерів у процесі реалізації інвестиційної стратегії.

### **Принципи формування інвестиційної стратегії**

1. Принцип системності – принцип вимагає, щоб при розробці інвестиційної стратегії підтримувався системний характер: слід планувати досягнення не тільки стратегічних цілей, а й вирішення поточних та оперативних завдань інвестиційної діяльності.

2. Принцип оптимальності – полягає в тому, що розробляючи інвестиційну стратегію необхідно враховувати відносну обмеженість та взаємозамінність ресурсів, що потребує розробки альтернативних варіантів інвестиційних проектів, вибору з них оптимального та визначення можливих джерел фінансування інвестиційних проектів, які в даному випадку будуть найбільш ефективними.

3. Принцип економічності – згідно з цим принципом, величина інвестованих ресурсів не повинна перевищувати ефект від інвестування.

4. Принцип ситуативності – сутність даного принципу полягає в забезпеченні адаптивності інвестиційної стратегії до змін чинників зовнішнього інвестиційного середовища. Це означає, що всі майбутні стратегічні зміни в інвестиційній діяльності підприємства – її напрямках, формах, методах планування і контролю, організаційній структурі управління, інвестиційній культурі і т.п. є прогнозованою або оперативною його реакцією на відповідні зміни різноманітних чинників зовнішнього інвестиційного середовища.

5. Принцип участі – керівники всіх підрозділів підприємства повинні приймати участь у процесі планування інвестиційної діяльності.

6. Принцип безперервності – процес розробки та реалізації стратегії повинен здійснюватися безперервно, тобто: цілі та заходи з їх реалізації повинні здійснюватися циклічно.

7. Принцип зворотного зв'язку – при розробці інвестиційної стратегії цілі ставляться від досягнутого.

## **2.2 Процес розробки інвестиційної стратегії**

**Процес** розробки інвестиційної стратегії є найважливішою складовою загальної системи стратегічного вибору підприємства, основними елементами якого є місія, загальні стратегічні цілі розвитку, система функціональних стратегій у розрізі окремих видів діяльності, способи формування та розподілу ресурсів.

Процес формування інвестиційної стратегії визначається наступними складовими:

1. Визначення цілей і задач інвестиційної діяльності. Визначення цілей і задач необхідно базувати на місії підприємства, а результат доцільно

представляти у вигляді «дерева цілей». Це дозволить персоналу підприємства визначити першочергові цілі та задачі, забезпечення приросту капіталу або підвищення рівня прибутковості інвестицій, визначення стратегічних цілей інвестиційної діяльності передбачає: зміну пропорцій у структурі реального та фінансового інвестування через удосконалення галузевої та регіональної спрямованості інвестиційних програм; удосконалення технологічної та відтворювальної структури капітальних вкладень;

2. Аналіз внутрішнього та зовнішнього середовищ. Для здійснення цього аналізу доцільно застосовувати в якості інструмента SWOT-аналіз. Якщо результатом однієї з поставлених інвестиційних цілей буде зміна конкурентної позиції підприємства, тоді доцільно провести аналіз конкурентоспроможності підприємства, щоб з'ясувати, які з факторів конкурентоспроможності необхідно розвивати та підтримувати.

3. Вибір базової і функціональних стратегій.

4. Визначення напрямів фінансування та джерел фінансування.

5. Визначення альтернативних проектів та сценаріїв їх реалізації. Цей етап здійснюється за допомогою методів сценарного планування.

6. Визначення ризиків по проектам та пошук шляхів їх мінімізації за допомогою методів ризик-менеджменту.

7. Розрахунок ефективності альтернативних проектів та вибір найбільш ефективного проекту. Альтернативність є найважливішою відмінною рисою усієї системи стратегічного управління підприємством і пов'язана з усіма основними елементами стратегічного інвестиційного вибору – інвестиційними цілями, інвестиційною політикою по окремих аспектах інвестиційної діяльності, джерелами формування інвестиційних ресурсів, стилем і менталітетом інвестиційної поведінки тощо У випадку, коли проекти є неефективними, повертаємося на етап «Визначення шляхів досягнення поставлених інвестиційних цілей і формування інвестиційної програми» та шукаємо інші шляхи й знову проходимо усі необхідні етапи.

8. Здійснюється оцінка результативності розробленої інвестиційної стратегії. Результати порівнюються з поставленими цілями. У випадку неможливості досягнення поставлених цілей, цілі коригуються й процес формування стратегії знову повторюється.

Оцінювання розробленої інвестиційної стратегії здійснюється за напрямками:

– узгодженість цілей, напрямів і етапів інвестиційної стратегії з загальною стратегією підприємства;

- внутрішня збалансованість інвестиційної стратегії, тобто узгодженість між собою окремих стратегічних цілей і напрямів інвестиційної діяльності, а також послідовність їхнього виконання;
- узгодженість інвестиційної стратегії із зовнішнім середовищем, тобто відповідність інвестиційної стратегії змінам інвестиційного клімату та кон'юнктури ринку;
- можливості впровадження інвестиційної стратегії з урахуванням наявного ресурсного потенціалу;

9. Розробка плану реалізації стратегії, при розробці інвестиційної стратегії – цей етап передбачає розробку планів реалізації інвестиційної стратегії.

**Розробку** найбільш ефективних шляхів реалізації стратегічних цілей інвестиційної діяльності на підприємствах необхідно здійснювати за двома напрямками. Один з них охоплює розробку стратегічних **напрямків** інвестиційної діяльності, інший – розробку стратегії формування інвестиційних **ресурсів**. Цей етап є найбільш відповідальним і складним.

Для **ефективної** реалізації інвестиційної стратегії потрібно всіма можливими способами нарощувати й підтримувати інтелектуальний потенціал інвестиційної діяльності, стимулювати підвищення його творчої віддачі, реконструювати старий господарський механізм і створити новий, який зробив би процес упровадження науково-технічного прогресу життєво необхідним і тому вигідним.

### **2.3 Основні етапи процесу формування інвестиційної політики підприємства**

У теорії фінансового менеджменту, за критерієм ризикових переваг інвестора, виділяють три основні типи інвестиційної політики підприємства: консервативна, помірна і агресивна інвестиційна політика.

Консервативна інвестиційна політика – варіант політики інвестиційної діяльності підприємства, пріоритетною метою якої є мінімізація рівня інвестиційного ризику. При здійсненні такої політики інвестор не прагне ні до максимізації рівня поточної прибутковості інвестицій, ні до максимізації темпів росту капіталу (і відповідно, максимізації темпів росту ринкової вартості капіталу), а піклується лише про безпеку своїх вкладень капіталу. Формою реалізації такої політики є формування консервативної інвестиційної програми. Помірна (компромісна) інвестиційна політика – варіант політики здійснення інвестиційної діяльності підприємства, спрямованої на вибір таких об'єктів інвестування, за якими рівні прибутковості і ризику найбільшою мірою наближені

до середньоринкової. При реалізації цієї політики організація не прагне до максимізації свого інвестиційного доходу і уникає вкладень капіталу у високоризикові об'єкти інвестування, одночасно відкидаючи низькодохідні інвестиційні проекти і фінансові інструменти інвестування. Формою реалізації такої політики є створення помірної інвестиційної програми. Агресивна інвестиційна політика – варіант політики інвестування здійснюваною організацією, який спрямований на максимізацію поточного доходу від вкладень капіталу в найближчому періоді, по яких рівні прибутковості і ризику значно вище середньоринкових. При здійсненні цієї політики оцінці і обліку рівня інвестиційного ризику і можливостям росту ринкової вартості організації в перспективі відводиться допоміжна роль. Відповідно, при такій інвестиційній політиці підприємство уникає вкладень капіталу в реальні проекти з великим інвестиційним циклом, в акції з низьким рівнем дивідендів, в облігації з віддаленим періодом погашення і тому подібне. Така політика реалізується шляхом формування агресивної інвестиційної програми. Чинники, що враховуються при розробці інвестиційної політики підприємства:

- фінансово–економічне положення підприємства;
- стан ринку продукції, що випускається підприємством, обсяг, якість і ціна продукції;
- технічний рівень виробництва, наявність незавершеного будівництва і не встановленого устаткування;
- лізингові умови (можливість отримання устаткування по лізингу); – наявність у підприємства як власних, так і можливості залучення позикових коштів у формі кредитів і позик, співвідношення власних і позикових засобів;
- умови фінансування інвестицій на ринку капіталу – пільги, що отримуються інвесторами від держави;
- комерційна і бюджетна ефективність намічених до реалізації проектів;
- умови страхування і отримання відповідних гарантій інвестицій від некомерційних ризиків.

Етапи розробки інвестиційної політики підприємства:

1. На першому етапі визначається необхідність розвитку підприємства і економічно вигідні напрями цього розвитку. Для цього вимагається:

- оцінити споживчий попит на продукцію, що випускається;
- виявити очікуваний попит на період реалізації наміченої інвестиційної політики підприємства;
- порівняти витрати на випуск продукції з діючими ринковими цінами;
- виявити виробничі можливості підприємства на перспективу;
- проаналізувати діяльність підприємства за попередній період і виявити невикористані резерви.



2. На другому етапі здійснюється розробка інвестиційних проектів для реалізації вибраних напрямів розвитку підприємства. 3. На третьому етапі відбувається остаточний вибір економічно вигідного інвестиційного проекту, що планується до реалізації. Тут вимагається визначити:

- вартість устаткування, будівельних матеріалів, оренди виробничої площі, доставки готової продукції на ринок збуту;
- собівартість заданого обсягу виробництва і одиниці продукції, що випускається на новому устаткуванні;
- постійні і змінні витрати;
- обсяги інвестиційних ресурсів, що вимагаються;
- розмір власних і притягнених засобів, необхідних для реалізації проекту;
- показники ефективності проекту;
- risks, генеровані проектом.

**Принципи** інвестиційної політики підприємства: 1) правовий принцип (правовий захист інвестицій); 2) принцип незалежності і самостійності (свобода вибору інвестиційного проекту, його розробки і здійснення); 3) принцип системного підходу; 4) принцип ефективності (вибір такого інвестиційного проекту, який забезпечить найбільшу результативність).

У основі розробки інвестиційної політики підприємства лежать принципи системи стратегічного управління. До числа основних з цих принципів, що забезпечують підготовку і ухвалення стратегічних інвестиційних рішень у процесі розробки інвестиційної політики підприємства, відносяться: розгляд підприємства як відкритої соціально-економічної системи, здатної до самоорганізації стратегічного управління; облік базових стратегій операційної діяльності підприємства; приросний стиль стратегічного управління інвестиційною діяльністю; забезпечення поєднання перспективного, поточного і оперативного управління інвестиційною діяльністю; забезпечення альтернативності стратегічного інвестиційного вибору; забезпечення адаптивності інвестиційної стратегії до змін чинників зовнішнього інвестиційного середовища; забезпечення постійного використання результатів технологічного прогресу в інвестиційній діяльності. **Принцип** розгляду підприємства як відкритої соціально-економічної системи, здатної до самоорганізації стратегічного управління полягає в тому, що при розробці інвестиційної стратегії підприємство розглядається як певна система, повністю відкрита для активної взаємодії з чинниками зовнішнього інвестиційного середовища (що дозволяє забезпечувати якісно інший рівень формування інвестиційної стратегії). **Принцип** обліку базових стратегій операційної діяльності підприємства є частиною загальної стратегії економічного розвитку

підприємства, що забезпечує в першу чергу розвиток його операційної діяльності. Інвестиційна стратегія носить по відношенню до неї підпорядкований характер і тому має бути погоджена із стратегічними цілями і напрямками діяльності підприємства в цілому. В той же час, інвестиційна стратегія сама робить істотний вплив на формування стратегічного розвитку операційної діяльності підприємства. Це пов'язано з тим, що основні цілі операційної стратегії пов'язані з тенденціями розвитку відповідного товарного ринку, і у разі неспівпадання тенденцій розвитку товарного і інвестиційного ринків може виникнути ситуація, коли стратегічні цілі розвитку операційної діяльності підприємства не можуть бути реалізовані у зв'язку з інвестиційними обмеженнями, що викликає необхідність відповідного коригування операційної стратегії підприємства. Забезпечення адаптивності інвестиційної стратегії до змін чинників зовнішнього інвестиційного середовища є основною метою ефективної інвестиційної політики підприємства. Ця адаптивність реалізується в системі загального ситуаційного підходу до майбутньої діяльності підприємства, визначуваного парадигмою стратегічного управління. Суть цього засадничого підходу полягає в тому, що усі майбутні стратегічні зміни в інвестиційній діяльності підприємства – її напрямках, формах, методах планування і контролю, організаційній структурі управління і інвестиційній культурі і тому подібне є прогнозованими або оперативними його реакцією на відповідні зміни різних чинників зовнішнього інвестиційного середовища.

Формуючи інвестиційну стратегію, необхідно мати на увазі, що інвестиційна діяльність є головним механізмом впровадження технологічних нововведень, що забезпечують ріст конкурентної позиції підприємства на ринку. Тому реалізація спільних цілей стратегічного розвитку підприємства значною мірою залежить від того, наскільки його інвестиційна стратегія відбиває досягнуті результати технологічного прогресу і адаптована до швидкого використання нових його результатів.

## **2.4 Сучасні підходи до розробки інвестиційної стратегії підприємств**

Формуючи інвестиційну стратегію, необхідно мати на увазі, що інвестиційна діяльність є головним механізмом впровадження технологічних нововведень, що забезпечують ріст конкурентної позиції підприємства на ринку. Тому реалізація спільних цілей стратегічного розвитку підприємства значною мірою залежить від того, наскільки його інвестиційна стратегія відбиває досягнуті результати технологічного прогресу і адаптована до швидкого використання нових його результатів.

Виділяють наступні, відносно самостійні види стратегій (табл. 2.1).

Таблиця 2.1 – Види та сутність стратегій підприємства [28]

Стратегія	Сутність стратегії
1	2
Товарно–ринкова	Визначає номенклатуру, обсяг і якість продукції, що випускається, способи поведінки підприємства на товарному ринку
Ресурсно–ринкова	Визначає поведінку підприємства на ринку ресурсів
Технологічна	Визначає технологію підприємства і вплив на неї ринкових чинників
Інтеграційна	Визначає інтеграційні функціонально–управлінські взаємодії підприємства з іншими підприємствами
Фінансово–інвестиційна	Визначає способи залучення, накопичення і витрачання фінансових ресурсів
Соціальна	Визначає тип та структуру колективу працівників підприємства, характер їх взаємодії
Стратегія управління	Визначає характер управління підприємством при реалізації обраної стратегії
Стратегія реструктуризації	Визначає сукупність рішень з приведення виробничо–технологічної та організаційно–управлінської структури підприємства у відповідність з умовами, що змінилися

При виборі оптимальної інвестиційної стратегії необхідно керуватись такими критеріями: 1) інвестиційна привабливість запропонованих стратегією регіонів, галузей та ринків; 2) взаємоузгодженість та взаємозв'язок стратегічних цілей, завдань і програм; 3) низька чутливість стратегії до змін у зовнішньому середовищі (можливість максимально визначити чутливість до змін); 4) прийнятий часовий діапазон реалізації стратегії; 5) прийнятний рівень інвестиційних і фінансових ризиків; 6) адекватне ресурсне та організаційне забезпечення стратегії.

Розробка оптимальної інвестиційної стратегії підприємства покликана забезпечити безперебійну інвестиційну діяльність у передбачених обсягах, найбільш ефективно використання власних і особливо позикових коштів та фінансову стійкість підприємства у довгостроковій перспективі. Вибір оптимальної інвестиційної стратегії підприємства визначається рядом умов. Найважливішим з них є інтенсивність зміни чинників зовнішнього інвестиційного середовища. А саме, часті коливання кон'юнктури інвестиційного ринку, мінливість державної інвестиційної політики і форм регулювання інвестиційної діяльності в Україні не дозволяють ефективно управляти інвестиціями підприємства на основі лише раніше накопиченого досвіду і традиційних методів. Необхідною умовою стає використання адаптивного управління даною сферою діяльності та застосування деякої оптимальної інвестиційної стратегії. Іншою умовою є можливий перехід підприємства в майбутньому до нової стадії життєвого циклу. Кожній із стадій

життєвого циклу підприємства властиві характерні рівень інвестиційної активності, напрямки і форми інвестиційної діяльності, особливості формування інвестиційних ресурсів, і саме оптимальна інвестиційна стратегія дозволяє заздалегідь адаптувати інвестиційну діяльність підприємства до майбутніх кардинальних змін можливостей його економічного розвитку.

З позиції особливостей інвестиційної діяльності підприємств їхні стратегії інвестування доцільно поділяти на дві групи, а саме за об'єктом і за *станом* розробки. За цими класифікаційними ознаками можна ідентифікувати рівень диверсифікації об'єктів інвестування конкретного підприємства, а також стан в якому перебувають ці стратегії.

Під час формування стратегії інвестування ключовим завданням є визначитись із цілями інвестора, способами і критеріями їхньої реалізації. По великому рахунку мета інвестування може зводитись до збереження вартості активів або до досягнення приросту їхньої вартості. У першому випадку, прийняття рішень щодо вибору об'єктів інвестування, способів вкладення коштів і встановлення умов їхньої прийнятності базується на контролюванні рівня теперішньої і майбутньої вартості активів. Їх збалансування є пріоритетом, що забезпечує збереження ринкової вартості інвестованих у активи коштів. Своєю чергою, у другому випадку управлінські інвестиційні рішення ухвалюються на основі диверсифікування джерел отримання позитивних (додатних) грошових потоків і оцінювання рівня перевищення доходів від Стратегії інвестування підприємств легкої промисловості. За станом розроблення Стратегії в стані формування Стратегії в стані реалізації. За об'єктом Стратегії інвестування у традиційні для підприємств легкої промисловості об'єкти Стратегії інвестування у нетрадиційні для підприємств легкої промисловості об'єкти реалізації певної стратегії інвестування над витратами, пов'язаними з її формуванням і реалізацією.

Під час формування стратегій інвестування важливими завданнями інвесторів є постійно проводити моніторинг адекватності вибору способів реалізації стратегічних цілей, а також об'єктивності встановлення критеріїв, які характеризують рівень досягнення встановлених цілей. Фахівці стверджують, що виконання цих завдань доцільно на основі колективного формування управлінських інвестиційних рішень інвесторами. Для того, щоб ці рішення були раціональними, необхідно усіх суб'єктів, залучених до вироблення рішення, поставити в рівні умови. Тобто, позиція кожного з них має бути однаково важливою і її прийняття, або заперечення має обґрунтуватись. Фахівці стверджують також те, що усі суб'єкти, відповідальні за формування і ухвалення управлінських інвестиційних рішень, повинні бути однаково активними у висуненні ідей оптимізації стратегії інвестування.

Задля уникнення пасивності певної частини управлінської команди у формуванні управлінських інвестиційних рішень, її необхідно створювати під час і за результатами виявлення управлінських ініціатив і доводів, а не за посадовим принципом. Врешті-решт, команда необхідна для розробки і аналізу ідей, для їхнього розвитку, а прийняття кінцевого рішення за результатами роботи команди може бути покладено на одну особу, яка уповноважена ухвалювати відповідні рішення. Тобто, членами команди може бути будь-хто: починаючи від прибиральника на заводі закінчуючи власником підприємства. Така позиція знайшла широке застосування в східній практиці формування систем управління.

У західній практиці, а саме у США і Європі активність членів команд також стимулюють перспективами кар'єрного росту, проте члени команд, як правило, формуються за функціональним і посадовим принципом, а не за результатами ініціативності суб'єктів управління. В цьому також є певна логіка, адже рішення, пов'язані з формуванням і реалізацією стратегій інвестування неминуче позначаються на ринковій вартості корпоративних цінних паперів компаній. Якщо в середовищі інвесторів стане відомо про те, що вони володіють акціями компаній, в яких управління доручено особам некомпетентним у цьому, то це, незважаючи на те, наскільки раціональними були прийняті командні управлінські інвестиційні рішення, найбільш ймовірно, призведе до масового продажу інвесторами цих акцій, і як наслідок, до зниження їхньої ринкової вартості.

Таким чином, для своєчасної і повної реалізації встановлених цілей інвестори повинні інвестувати на засадах реалізації стратегій, які враховуватимуть цілі підприємства, внутрішні можливості щодо їхньої реалізації, а також сучасний стан і перспективи зміни умов зовнішнього середовища. Для формування таких стратегій необхідно мати адекватне бачення характеру реалізовуваних стратегій, етапів їхньої реалізації, а також керуватись певним комплексом принципів формування і реалізації стратегій інвестування.

## 3 УПРАВЛІННЯ РЕАЛЬНИМИ ІНВЕСТИЦІЯМИ

### 3.1 Форми реального інвестування підприємства

Вибір конкретних *форм* реального інвестування підприємства визначається його інвестиційною стратегією відповідно до стратегії підприємства в цілому, можливостями впровадження нових конкурентоспроможних технологій (зниження рівня операційних витрат та підвищення якості) та потенціалом формування інвестиційних ресурсів. До основних форм реального інвестування відносять:

- придбання цілісних майнових комплексів;
- нове будівництво;
- реконструкцію;
- модернізацію;
- перепрофілювання;
- інноваційне інвестування;
- інвестування приросту запасів оборотних матеріальних активів.

Придбання цілісних майнових комплексів є інвестиційною операцією підприємств, що забезпечує звичайно ефект «синергізму», який полягає в зростанні сукупної ринкової вартості активів підприємств (порівняно з їх балансовою вартістю) оскільки забезпечує виробничу або регіональну диверсифікацію діяльності. В зв'язку із здійснюваним процесом приватизації, а також з банкрутством окремих підприємств придбання цілісних майнових комплексів одержує все більший розвиток.

*Нове будівництво* становить інвестиційну операцію, пов'язану з будівництвом нового об'єкта із закінченим технологічним циклом за проектом на територіях, що спеціально надаються. До нового будівництва підприємство вдається задля кардинального збільшення обсягів своєї операційної діяльності в майбутньому періоді, забезпечення конкурентоспроможності продукції та підприємства в цілому.

*Реконструкція* – інвестиційна операція, пов'язана з істотним перетворенням усього виробничого процесу на основі сучасних науковотехнологічних досягнень. Її здійснюють відповідно до комплексного плану реконструкції підприємства з метою радикального збільшення його виробничого потенціалу, істотного підвищення якості продукції, що випускається, впровадження ресурсозберігаючих технологій тощо.

*Модернізація* є інвестиційною операцією, яка пов'язана з удосконаленням і приведенням активної частини основних виробничих фондів у стан, що відповідає сучасному рівню здійснення технологічних процесів, шляхом

конструктивних змін основного парку машин, механізмів та устаткування, які використовуються підприємством у процесі операційної діяльності.

*Перепрофілювання* – інвестиційна операція, пов'язана з заміною чи доповненням наявного парку устаткування щодо розширення асортименту чи номенклатури продукції (робіт чи послуг) відповідно до маркетингової стратегії підприємства.

*Інноваційне інвестування* в нематеріальні активи становить інвестиційну операцію, спрямовану на використання в операційному та інших видах діяльності підприємства нових наукових і технологічних знань для досягнення комерційного успіху або соціального ефекту. Інноваційні інвестиції в нематеріальні активи здійснюються у таких формах, як: придбання готової науково–технологічної продукції та інших прав (придбання патентів на наукові відкриття, винаходи, промислові зразки і товарні знаки; придбання ноу–хау, ліцензій та ін.); розробка нової науково–технологічної продукції (як у рамках самого підприємства, так і за його замовленням).

Здійснення інноваційного інвестування в нематеріальні активи допомагає підвищити технологічний потенціал підприємства в усіх сферах його господарської діяльності.

Інвестування приросту запасів матеріальних оборотних активів – інвестиційна операція, спрямована на розширення обсягу використовуваних операційних активів підприємства, що забезпечує необхідну збалансованість у розвитку позаоборотних та оборотних операційних активів у результаті здійснення інвестиційної діяльності. Необхідність у цій формі інвестування пов'язана з тим, що кожне розширення виробничого потенціалу, яке забезпечується раніше розглянутими формами реального інвестування, визначає можливість випуску додаткового обсягу конкурентоспроможної продукції за умови відповідного розширення обсягу використання матеріальних оборотних активів (окремих видів і запасів сировини, матеріалів, напівфабрикатів, малоцінних і швидкозношуваних предметів та ін.).

Ефективність інвестицій в реальні матеріальні активи залежить від багатьох факторів, серед яких найважливішими є: віддача вкладень, термін окупності інвестицій, інфляція, рентабельність інвестицій за весь період і за окремими періодами, стабільність надходжень коштів від вкладень, наявність інших, більш ефективних спрямованих на вкладення капіталу (фінансові активи, валюту, інші операції та ін.).

### 3.2 Технології управління реальними інвестиціями підприємства

*Технології управління* реальними інвестиціями підприємства в умовах національної економіки мають забезпечувати безпеку (невразливість інвестицій від потрясінь на ринку інвестиційного капіталу), прибутковість інвестиційних проектів, стабільне зростання доходу в процесі реалізації обраних інвестиційних рішень, високу ліквідність портфелю реальних інвестицій, послідовність між складовими частинами портфелю інвестицій (тобто виконання попередніх інвестиційних рішень повинне сприяти як успішному виконанню наступних, так і припливу нових інвестиційних пропозицій).

*Технологія управління* реальними інвестиціями – це система розробки і реалізації управлінських рішень на основі аналізу ринкових факторів з метою вибору і впровадження на підприємстві найбільш ефективних реальних інвестиційних проектів.

Метою *управління* реальними інвестиціями є забезпечення ефективного формування операційних активів підприємства.

Специфічний характер реального інвестування та його форм визначає особливості здійснення такого інвестування на підприємстві. При високій інвестиційній активності підприємства, з метою підвищення ефективності управління реальними інвестиціями у нестабільному бізнес-середовищі України, до складових технології управління реальними інвестиціями підприємства доцільно включити:

1) Аналіз стану реального інвестування у попередньому періоді. На цьому етапі вивчаються такі питання: динаміка загального обсягу інвестування капіталу у приріст реальних активів; міра реалізації окремих інвестиційних проектів, рівень освоєння інвестиційних ресурсів у розрізі об'єктів реального інвестування; рівень завершеності розпочатих реальних інвестиційних проектів; досліджується ефективність реалізації реальних інвестиційних проектів.

2) Визначення загального обсягу реального інвестування у плановому періоді. Основою визначення загального обсягу реального інвестування у плановому періоді є запланований обсяг приросту основних засобів підприємства, а також нематеріальних і оборотних активів, що забезпечують приріст обсягів виробництва і реалізації продукції.

3) Визначення форм реального інвестування. Вибір конкретної форми реального інвестування залежить від: завдань галузевої, товарної та регіональної диверсифікації діяльності підприємства; можливостей впровадження нових технологій; наявності власних інвестиційних ресурсів і можливості використання позикових або залучених ресурсів.



4) Підбор ефективних інвестиційних проектів. На даному етапі вивчаються і реалізуються такі питання: розробка бізнес–планів інвестиційних проектів на підприємстві; пропозиція грошей на інвестиційному ринку; відбираються для дослідження окремі реальні інвестиційні проекти; вивчаються можливості й умови придбання окремих активів; проводиться експертиза відібраних об’єктів інвестування.

5) Оцінка ефективності окремих інвестиційних проектів з урахуванням фактора ризику. Досліджується прибутковість і ризикованість відібраних інвестиційних проектів. Вивчаються також ризики, пов’язані з реальним інвестуванням підприємства в цілому. Прогнозується вплив інвестиційних ризиків на дохідність, платоспроможність і фінансову стійкість підприємства у плановому періоді.

6) Забезпечення реалізації інвестиційних проектів. Реалізація реальних інвестиційних проектів здійснюється на основі обраних схем їх фінансування, а також розробленого капітального бюджету і календарного графіка впровадження кожного інвестиційного проекту.

7) Забезпечення постійного моніторингу реалізації інвестиційних проектів. Цей етап управління реальними інвестиціями реалізується у межах організованого на підприємстві інвестиційного контролінгу за основними показниками кожного інвестиційного проекту.

У процесі аналізу інвестиційних проектів необхідно особливу увагу звертати на тривалість життєвого циклу проекту та його окремих стадій. Під життєвим циклом проекту розуміють проміжок часу від моменту появи проекту до моменту його ліквідації (а не запуску в експлуатацію, оскільки від життєвого циклу продукції значною мірою залежить окупність і економічна ефективність інвестицій).

У проектному циклі можна виділити три основні стадії:

- 1) доінвестиційна або попередня стадія – фаза підготовки проекту та забезпечення його фінансування;
- 2) інвестиційна стадія – фаза проектування і будівництва;
- 3) експлуатаційна (виробнича) стадія – фаза експлуатації інвестиційного об’єкта. (У випадку диверсифікованого виробництва початком експлуатаційної стадії вважається дата початку виробництва і збуту хоча б одного виду продукції або послуг. Одночасно можуть продовжуватися роботи відповідно до інвестиційного плану, пов’язані з підготовкою виробництва і збуту інших видів продукції.).

### 3.3 Обґрунтування доцільності реальних інвестицій

Обґрунтування доцільності реальних інвестицій здійснюється на попередній або доінвестиційній стадії. У ході доінвестиційного дослідження необхідно:

- оцінити загальні можливості реалізації проекту (на підставі попиту на продукцію на зовнішніх і внутрішніх ринках, наявної сировини для виробництва, характеру технологічних процесів, потреби у висококваліфікованих кадрах, строків реалізації проекту, рівня виробничих витрат та ін.);
- проаналізувати різноманітні економічні альтернативи (ринки сировини і готової продукції, виробничі потужності і технологічні рішення, виробничу програму, стратегії маркетингу, матеріальні затрати тощо);
- економічно обґрунтувати ефективність проекту за варіантами, відібраними в ході попередньої оцінки.

Критерії, що використовуються для оцінювання ефективності реальних інвестицій, можна поділити на дві групи залежно від того, враховується чи не враховується часовий параметр:

- 1) ті, що базуються на дисконтованих оцінках (чистий наведений ефект (NPV); внутрішня норма дохідності (IRR); індекс рентабельності інвестицій (PI); дисконтований термін окупності інвестицій (DPP);
- 2) ті, що базуються на облікових оцінках (термін окупності інвестицій (PP); бухгалтерська ставка дохідності інвестицій (ARR)).

Важливим моментом доінвестиційного дослідження в умовах нестабільного ринкового середовища є оцінка чутливості інвестиційного проекту до зміни вихідних параметрів (факторів внутрішнього і зовнішнього середовища). Доцільно розглядати вплив таких факторів, як строк інвестиційної фази, ціна одиниці продукції, обсяг продажу, вартість позикових ресурсів, вартість сировини, рівень податків та ін.

У процесі аналізу чутливості проекту розраховуються темп зміни чистої теперішньої вартості при зміні окремих вихідних параметрів на 5, 10, 15, 20 (і т. д.) відсотків і визначаються фактори, до яких проект найбільш чутливий. За такими факторами необхідний постійний контроль і своєчасні відповідні управлінські заходи, спрямовані на зменшення імовірності небажаних змін в ході інвестиційного процесу. Підвищення конкурентоспроможності та перспектив розвитку компанії тісно пов'язане з розробкою та впровадженням методів щодо зменшення обсягів економічних ризиків, забезпечення більш гнучкого менеджменту, поширення негрошових форм розрахунків, посилення

ступеню довіри та впливу на підвищення ефективності інвестиційної діяльності.

Для оцінювання ступеня інвестиційного ризику доцільно здійснювати аналіз сценаріїв розвитку проектів з урахуванням невизначеності умов його реалізації. Як правило, цим методом визначається чиста теперішня вартість проекту при песимістичному, найбільш імовірному (нормальному) та оптимістичному сценаріях розвитку подій. Більш ризикованим вважається такий проект, у якого розмах варіації між оптимістичним і песимістичним прогнозами результату найбільший.

Метод Монте–Карло дає змогу визначити імовірність отримання запланованих результатів шляхом моделювання багатьох сценаріїв розвитку подій у межах заданих параметрів ключових факторів. Механізм цього методу полягає у побудові прогнозової моделі фінансового результату інвестиційного проекту, визначенні ключових факторів впливу та встановленні їх максимального і мінімального значень за оцінками експертів. Крім того, задається кількість прогонів сценаріїв, тип зв'язку і розподілу значень ключових факторів.

Сам процес імітаційного моделювання реалізується за допомогою спеціальних комп'ютерних програм. Отримані результати імітаційного моделювання аналізуються менеджером з проектів. При цьому зіставляються дані про очікувані втрати та доходи інвестора з урахуванням їх імовірності та приймається остаточне інвестиційне рішення. На даний момент для оцінки фінансово–кредитного ризику реальних інвестицій використовують такі методології та моделі: CreditRisk+ (CSFP, 1997); Credit–Metrics (J. P. Morgan, RMG Corporation, 1997); Portfolio Manager і Credit Monitor (KMV Associates, 1993); CreditPortfolioView (McKinsey, 1998); Jarrow–Turnbull Model (Kamakura, 1993–1995). Ці моделі дозволяють оцінити з певним ступенем точності розмір втрат від ризику та обчислити ризик.

Головна ідея аналізу ризиків при формуванні інвестиційного портфелю полягає в тому, що ризикова вартість управлінського рішення відбиває максимально можливі збитки від зміни вартості фінансового інструмента, портфеля активів, компанії і т. ін., що може відбутися за даний період часу з заданою вірогідністю його появи.

Сучасні перетворення стимулюють внески та ефективний розподіл їх у різні проекти капіталовкладень. Науково–технічний і соціально–економічний прогрес в цілому відображає тенденцію до оновлення основних фондів, забезпечуючи гарантії інвесторам вкладання грошових коштів. В умовах кризи інвестор повинен більше уваги приділяти проблематиці урахування ризиків при формуванні інвестиційного портфелю.

### 3.4 Формування інвестиційного портфелю за рахунок реальних інвестицій

Формування інвестиційного портфелю за рахунок реальних інвестицій вимагає значного фінансування, що передбачає комбінацію власних і позикових джерел. Зростання частки позикового капіталу у фінансуванні спричиняє зростання значення показника фінансового важеля (відношення власного і залученого капіталу для фінансування реальних інвестицій), завдяки чому підвищується рентабельність власного капіталу через зміну структури власного і позикового капіталу.

Структура власних та позикових коштів підприємства надана на рисунку 3.1 [12].

Рішення щодо структури фінансування реальних інвестицій необхідно приймати в такий спосіб, щоб досягти максимальної частки позикового капіталу, що не викликає збільшення ризиків. Таке співвідношення досягається в момент порівняння витрат позикового капіталу, що додатково залучається, з рівнем рентабельності сукупного капіталу: при граничних витратах позикового капіталу нижчих, ніж рентабельність сукупного капіталу, рентабельність зростатиме разом з подальшим підвищенням частки позикового капіталу.

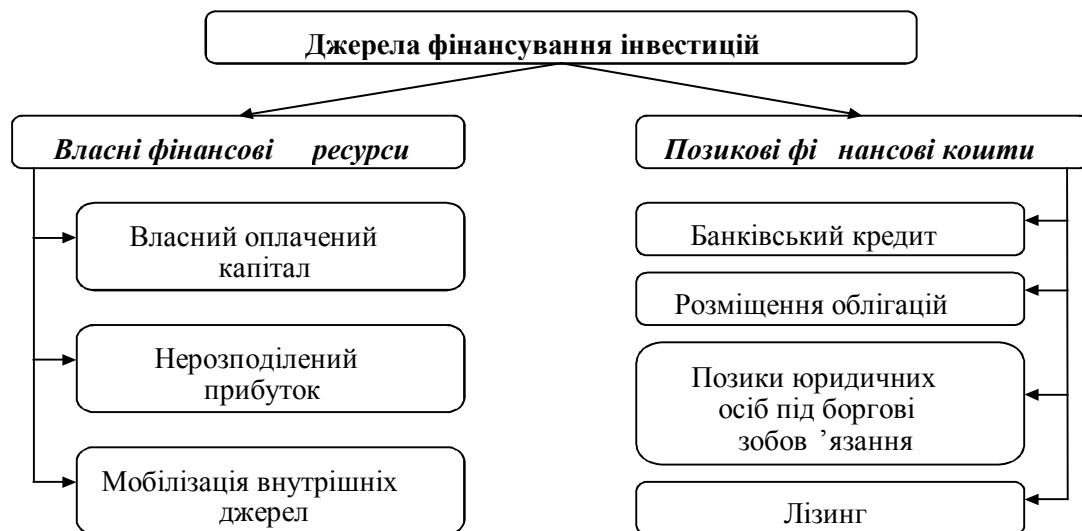


Рисунок 3.1 – Структура власних і позикових фінансових ресурсів

Отже, рішення, що стосуються оптимальної структури капіталу відображають компроміс між ризиком і ефективністю здійснення реальних інвестицій. В умовах інформаційних суперечностей практично завжди пропонуються рішення про залучення кредитів, відсоткова ставка за якими формується з урахуванням ризику неповернення. Вибір варіантів залученого капіталу створює ситуацію, коли договірна ставка відсотку інвестора

підвищується, що, зрештою, знижує якість проектів і, таким чином, ефективність використання й повернення позичкових коштів фактично падає.

Важливим завданням управління реальними інвестиціями є формування оптимального інвестиційного портфеля. Методи оптимізації розподілу інвестицій між декількома проектами залежать від того, підлягають проекти подрібненню чи ні. Якщо проекти підлягають подрібненню (тобто може бути реалізований як весь проект, так і окрема його частина на пайових засадах з іншими інвесторами), вибір проектів в інвестиційний портфель здійснюється за критерієм «максимізація індексу прибутковості». З цією метою для кожного проекту розраховується індекс прибутковості інвестицій і здійснюється ранжування проектів в міру зменшення цього показника. В інвестиційний портфель включаються перші за рентабельністю проекти, які можуть бути профінансовані в повному обсязі. Наступний проект включається в інвестиційний портфель за залишковим принципом, тобто лише та його частина, яка може бути профінансована. У випадку, коли інвестиційні проекти не підлягають подрібненню, оптимальна комбінація проектів знаходиться шляхом послідовного розрахунку всіх можливих у межах наявних інвестиційних ресурсів комбінацій проектів. Та комбінація, яка максимізує чисту теперішню вартість інвестиційного портфеля, вважається оптимальною.

На основі аналізу та наукового узагальнення різних підходів стосовно управлінських рішень в сфері реального інвестування були розглянуті питання теорії і практики технологій управління реальними інвестиціями підприємств в умовах нестабільності вітчизняного ринкового середовища.

Визначено необхідність розвитку інструментарію управління реальними інвестиціями при формуванні інвестиційного портфелю в даних умовах, який би давав змогу підприємствам ефективно діяти, розвиватись та використовувати потенціал найпривабливіших об'єктів для формування інвестиційного портфелю.

Формування інвестиційного портфелю за рахунок реальних інвестицій вимагає значного фінансування, що передбачає комбінацію власних і позикових джерел. Рішення, що стосуються оптимальної структури фінансування відображають компроміс між ризиком і ефективністю здійснення реальних інвестицій. В зв'язку з цим, відзначено роль аналізу ризиків при вкладанні коштів в реальні інвестиції та при формуванні інвестиційного портфелю.

## **4 УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМИ ІНВЕСТИЦІЯМИ**

### **4.1 Особливості здійснення фінансових інвестицій**

Функціональна спрямованість операційної діяльності підприємств, що не є інституціональними інвесторами, визначає в якості пріоритетної форми здійснення реальних інвестицій. Однак на окремих етапах розвитку підприємства виправдане здійснення й фінансових інвестицій. Така спрямованість інвестицій може бути викликана необхідністю ефективного використання інвестиційних ресурсів, сформованих до початку здійснення реального інвестування за відібраними інвестиційними проектами; у випадках, коли кон'юнктура фінансового ринку дозволяє одержати значно більший рівень прибутку на вкладений капітал, аніж операційна діяльність на «затухаючих» товарних ринках; за наявності тимчасово вільних грошових активів, пов'язаних із сезонною діяльністю підприємства; у випадках наміченого «захоплення» інших підприємств у переддень галузевої, товарної або регіональної диверсифікації своєї діяльності шляхом вкладення капіталу в їх статутні фонди (або придбання відчутного пакета їх акцій) та в низці інших випадків.

Тому фінансові інвестиції розглядаються як активна форма ефективного використання тимчасово вільного капіталу або як інструмент реалізації стратегічних цілей, пов'язаних із диверсифікацією операційної діяльності підприємства.

Здійснення фінансових інвестицій характеризується низкою особливостей, основними з яких є:

1. Фінансові інвестиції є незалежним видом господарської діяльності для підприємств реального сектора економіки.
2. Фінансові інвестиції є основним засобом здійснення підприємством зовнішнього інвестування.
3. У системі сукупних інвестиційних потреб підприємств реального сектора економіки фінансові інвестиції формують інвестиційні потреби другого рівня (другої черги).
4. Стратегічні фінансові інвестиції підприємства дозволяють йому реалізувати окремі стратегічні цілі свого розвитку більш швидким і дешевим шляхом.
5. Портфельні фінансові інвестиції використовуються підприємствами реального сектора економіки в основному в двох цілях: отримання додаткового інвестиційного доходу в процесі використання вільних грошових активів та їх проти інфляційного захисту.

6. Фінансові інвестиції надають підприємству найбільш широкий діапазон вибору інструментів інвестування за шкалою «дохідність–ризик».

7. Фінансові інвестиції надають підприємству достатньо широкий діапазон вибору інструментів інвестування й за шкалою «дохідність–ліквідність».

8. Процес обґрунтування управлінських рішень, пов'язаних зі здійсненням фінансових інвестицій, є більш простим і менш трудомістким.

9. Висока схильність до коливань кон'юнктури фінансового ринку в порівнянні з товарним визначає необхідність здійснення більш активного моніторингу в процесі фінансового інвестування.

Політика управління фінансовими інвестиціями представляє собою частину загальної інвестиційної політики підприємства, що забезпечує вибір найбільш ефективних фінансових інструментів вкладення капіталу й своєчасне його реінвестування.

Розроблена політика управління фінансовими інвестиціями підприємства визначає основні параметри інвестиційної діяльності підприємства в цій сфері та її найважливіші критерії.

Інвестиційна діяльність підприємства – це сукупність практичних дій зі здійснення інвестицій відповідно до обраної інвестиційної політики. Головним суб'єктом інвестиційної діяльності в цьому випадку є саме підприємство, яке виступає у ролі інвестора і приймає рішення про вкладення власних, позикових і залучених майнових та інтелектуальних цінностей в об'єкти інвестування.

Розробка інвестиційної політики підприємства базується на таких концепціях фінансового менеджменту:

1. Концепція грошових потоків базується на визнанні активів як джерела майбутніх грошових потоків і передбачає:

- ідентифікацію грошових потоків від інвестування в окремі активи;
- оцінювання факторів впливу на величину і структуру майбутніх грошових надходжень від інвестицій;
- вибір коефіцієнту дисконтування, що дає змогу зіставити грошові потоки, які генеруються на різних стадіях інвестиційного процесу;
- оцінювання ризиків, пов'язаних з грошовими потоками.

2. Концепція теперішньої вартості витікає з об'єктивно існуючої нерівноцінності наявних і очікуваних грошових ресурсів у зв'язку з інфляцією, ризику упущеної вигоди, уповільнення обороту коштів.

3. Концепція компромісу між ризиком і доходністю враховує, що зі збільшенням рівня очікуваної доходності інвестицій одночасно зростає ризик недоотримання цього доходу. Найчастіше у практиці фінансового менеджменту вирішується завдання оптимального поєднання ризику і доходності, хоча в

окремі періоди можуть вирішуватися завдання максимізації інвестиційного доходу або мінімізації інвестиційних ризиків.

4. Концепція ціни капіталу передбачає необхідність врахування вартості окремих інвестиційних ресурсів з метою забезпечення їх найбільш оптимальної структури за критерієм мінімізації середньозваженої ціни капіталу.

5. Концепція ефективності ринку капіталу полягає в тому, що при своєчасному і достатньому інформаційному забезпеченні ринкові ціни фінансових інструментів відповідають їх внутрішній (реальній) вартості. Виходячи з цієї концепції, фінансові менеджери можуть орієнтуватися на ринкові ціни фінансових інструментів, обґрунтовуючи необхідність їх включення в інвестиційний портфель.

6. Концепція асиметричної інформації враховує той факт, що окремі учасники інвестиційної діяльності можуть володіти конфіденційною інформацією і використовувати її при прийнятті інвестиційних рішень.

7. Концепція альтернативних затрат виходить з необхідності враховувати розмір упущеної вигоди інвестора у випадку, коли він обирає один напрям вкладення коштів і відмовляється від альтернативних варіантів інвестування.

8. Концепція агентських угод передбачає необхідність свідомо йти на додаткові агентські витрати у випадку, коли інвестиційні посередники краще знають кон'юнктуру інвестиційного ринку і можуть більш ефективно управляти інвестиційним портфелем, ніж сам інвестор.

Основна мета інвестиційної політики полягає у забезпеченні найбільш ефективних шляхів розширення активів підприємства. Для її реалізації в рамках фінансового менеджменту вирішується таке коло завдань:

- досягнення високих темпів зростання капіталу і поточних доходів від інвестицій (на окремих стадіях інвестиційного процесу може ставитися завдання збереження інвестованого капіталу);
- мінімізація інвестиційних ризиків за допомогою методів і прийомів ризик-менеджменту;
- забезпечення ліквідності інвестицій шляхом зменшення строків реалізації інвестиційних проектів, вкладення інвестицій лише у високоліквідні фінансові інструменти.

Розробка інвестиційної політики починається з дослідження зовнішнього інвестиційного середовища і прогнозування кон'юнктури інвестиційного ринку. На підставі отриманих результатів та керуючись основними стратегічними завданнями економічного розвитку підприємства, визначають стратегічні напрямки його інвестиційної діяльності.



Закономірним результатом ринкових перетворень в Україні є формування ринку цінних паперів. Створено розгалужену інфраструктуру фінансового ринку (фондові біржі, позабіржова фондова система, інституціональні інвестори, депозитарна мережа тощо), що значно спрощує проведення операцій з фінансовими інструментами й зумовлює необхідність оволодіння принципами раціонального управління інвестиційним портфелем.

Як правило, в складі інвестиційного портфеля підприємств переважають інвестиції у цінні папери (акції, облігації, ощадні сертифікати, інвестиційні сертифікати тощо). Залежно від строку вкладень (до року або більше) вони можуть відображатися в складі довгострокових та поточних фінансових інвестицій.

Порівняно з реальними інвестиціями фінансові інвестиції характеризуються більш високою ліквідністю і можливістю гнучкого оперативного управління. Разом із тим, фінансові інвестиції, як правило, забезпечують менший інфляційний захист і нижчий рівень доходності, ніж реальні інвестиційні об'єкти. До того ж, у випадку портфельних інвестицій, обмежені можливості реального впливу інвесторів на доходність окремих фінансових інструментів. У цьому разі можна впливати лише на загальну доходність інвестиційного портфеля шляхом реінвестування коштів у більш дохідні цінні папери.

Перелічені переваги і недоліки фінансових інвестицій зумовлюють специфіку їх використання суб'єктами господарювання, які не є професійними учасниками фінансового ринку. Як правило, до фінансових інвестицій підприємства вдаються у випадку, коли інвестиційний клімат у країні не сприяє розвитку реальних інвестицій або коли в окремі періоди часу в них зменшуються внутрішні інвестиційні потреби. Більшою мірою фінансові інвестиції цікавлять фінансових менеджерів як резерв грошових активів для підтримки технічної платоспроможності.

## **4.2 Процес управління фінансовими інвестиціями**

У процесі управління фінансовими інвестиціями вирішуються такі завдання:

- забезпечення надійності вкладень;
- підвищення доходності інвестицій;
- збільшення ринкової вартості вкладень;
- забезпечення ліквідності фінансових інвестицій

На надійність фінансових інвестицій впливають систематичні (ринкові) і несистематичні (портфельні) ризики. Незважаючи на те, що в умовах

політичної нестабільності й спаду виробництва систематичний ризик фінансових вкладень дуже високий, засобів захисту від нього практично не існує. І навпаки, портфельний ризик можна зменшити за допомогою диверсифікації та страхування. До специфічних методів внутрішнього страхування фінансових ризиків можна віднести формування спеціального страхового резерву з високонадійних цінних паперів.

Збільшити дохідність фінансових інвестицій можна шляхом умілого маневрування між ризиком і дохідністю цінних паперів, включення в інвестиційний портфель тих цінних паперів, норма поточної дохідності яких прийнятна для інвестора і відповідає меті формування його портфеля.

Ринкова вартість портфеля цінних паперів залежить від загальної кон'юнктури фондового ринку, а також від співвідношення між попитом і пропозицією окремих фондових інструментів. Відповідно до теорії асиметричної інформації ринкова ціна цінних паперів компанії зростає у випадку, коли інвесторам надходить інформація про збільшення обсягів її інвестиційної діяльності, збільшення величини дивідендів, підготовку до наступного випуску акцій тощо.

Забезпечення ліквідності фінансових інвестицій є важливою передумовою інфляційного захисту вкладень та їх своєчасної трансформації у грошові активи. Ліквідність за облігаціями та ощадними сертифікатами пов'язана з періодом їх погашення, а за акціями та інвестиційними сертифікатами залежить від попиту на фондовому ринку. Для підтримки високої ліквідності інвестиційного портфеля потрібно більш детально оцінювати інвестиційні якості цінних паперів і включати в портфель лише ті інструменти, ліквідність яких не викликає сумніву.

Таким чином, основна мета управління фінансовими інвестиціями полягає у забезпеченні оптимального співвідношення між дохідністю, ризиком і ліквідністю цінних паперів відповідно до обраного типу інвестиційного портфеля.

Залежно від мети інвестиційної діяльності можна виділити портфель доходу, портфель росту і портфель мінімізації пов'язаних з інвестуванням ризиків.

Портфель росту передбачає орієнтацію інвестора на збільшення його ринкової вартості шляхом включення фінансових інструментів, ринкова ціна яких має тенденцію до постійного (або стабільного) зростання. Зрозуміло, що ризик, пов'язаний з таким портфелем, дуже високий.

Портфель доходу формується за рахунок цінних паперів, які забезпечують інвесторам високі поточні доходи. Такий портфель також є досить ризиковим.

Портфель мінімізації ризиків формується за рахунок тих фінансових інструментів, які в першу чергу забезпечують надійний інфляційний захист та високу ліквідність при невисокому рівні доходу.

Зменшити портфельні ризики можна за рахунок диверсифікації інвестиційного портфеля за видами цінних паперів, їх емітентами, строками погашення, галузями та регіонами. В практиці міжнародного фінансового менеджменту при здійсненні диверсифікації портфеля цінних паперів за строками їх обігу найбільшого поширення набули два альтернативні методи:

- ступінчатий метод (метод «драбини») полягає у рівномірному розподілі інвестицій між цінними паперами різного терміну. Вивільнені кошти від короткострокових фінансових інструментів вкладаються у більш довгострокові цінні папери. В результаті забезпечується простота регулювання і контролю, зменшується сума інвестиційних ресурсів в обороті. До недоліків ступінчатого методу слід віднести неможливість швидкого внесення змін у структуру інвестиційного портфеля. Відповідно виникає ризик упущеної вигоди від гри на курсових різницях цінних паперів.

- полярний метод (метод «штанги»): полягає у концентрації інвестицій у цінні папери полярного терміну. Основна частина коштів вкладається у цінні папери з дуже коротким строком (з метою забезпечення ліквідності) і цінні паперів з дуже довгим строком (для забезпечення доходу), і лише незначна частина інвестиційного портфеля формується за рахунок середньотермінових фінансових інструментів.

Незалежно від стратегії і тактики управління інвестиційним портфелем при його формуванні мають дотримуватися базові принципи фінансового менеджменту:

- 1) інвестиційний портфель має відповідати наявним фінансовим ресурсам підприємства. Вибір інвестиційних інструментів обмежується рамками можливого обсягу фінансування, що не порушує фінансову стійкість підприємства.

- 2) оперативне управління портфелем цінних паперів має виходити з принципу забезпеченості його керованості. Якщо у випадку реальних інвестицій обмежуючим фактором є кадровий потенціал для реалізації інвестиційних проектів, то у випадку вкладення коштів у фінансові інструменти керованість портфеля в основному залежить від можливості відслідковування зміни курсу цінних паперів і оперативного реінвестування наявних грошових коштів у більш дохідні інвестиційні об'єкти.

- 3) тактичне управління інвестиційним портфелем має здійснюватися з урахування стратегічних цільових орієнтирів інвестиційної політики: ліміту

фінансових ресурсів на фінансове інвестування, рівня якості включених в портфель цінних паперів, лімітів цінних паперів за строками погашення.

4) обґрунтовуючи доцільність фінансових інвестицій, фінансовий менеджер повинен враховувати не лише їх дохідність, а й здатність зворотної трансформації у готові засоби платежу. Для підприємства однаково не вигідно як жертвувати дохідністю заради впевненості у повній ліквідності та платоспроможності, так і намагатися максимізувати прибуток будь-якою ціною, незважаючи на ризик неплатоспроможності.

Відповідно до зазначеного принципу забезпечення керованості фінансових інвестицій підприємства можуть використовувати самостійне або трастове (довірче) управління портфелем цінних паперів.

Самостійне управління інвестиційним портфелем застосовується при високому рівні кваліфікації спеціалістів підприємства і їх достатній інформованості про кон'юнктуру фондового ринку. При цьому інвестор може сам здійснювати епізодичний вихід на ринок цінних паперів або користуватися послугами брокерів.

Трастове (довірче) управління інвестиційним портфелем полягає у передачі інституціональним інвесторам (інвестиційним компаніям та фондам, трастовим компаніям, банкам) ряду управлінських функцій: здійснення розрахунків за цінними паперами, їх зберігання, посередництво при заставі, ведення бухгалтерського обліку, представництво інтересів підприємства на зборах акціонерів тощо. Трастове управління може здійснюватися на агентських засадах (на підставі попередніх розпоряджень клієнта) або з повним представництвом (без попереднього узгодження операцій з цінними паперами з підприємством–власником).

Основне завдання управління фінансовими інвестиціями полягає у збалансуванні обсягів першочергових поточних платежів підприємства з часткою фінансових активів у грошовій формі. Управління портфелем цінних паперів здійснюється шляхом поетапної реструктуризації фінансових активів, яка передбачає:

- збереження в портфелі найбільш дохідних і ліквідних паперів;
- використання отриманих доходів від інвестицій для відшкодування поточних витрат;
- реінвестування частини чистого прибутку в нові цінні папери і реальні проекти.

### 4.3 Методи оцінки ефективності фінансових інвестицій

Оцінка ефективності фінансових інвестицій – основний елемент інвестиційного аналізу. Методи аналізу фінансових інвестицій розрізняються за масштабами витрат, термінами використання та результатами. Аналіз фінансових інвестицій показує, що зростання змін, які виникають за результатами господарської діяльності підприємства, вимагає точніших розрахунків грошових потоків і методів оцінки ефективності фінансових інвестицій.

Усю сукупність методів оцінки ефективності інвестицій, описаних в економічній літературі і широко застосовуваних у європейських країнах і США, можна розділити на дві групи:

- методи оцінки ефективності–фінансових інвестицій, що не включають дисконтування;
- методи оцінки ефективності фінансових інвестицій, що включають дисконтування.

*Дисконтування* – метод оцінки фінансових інвестицій шляхом вираження майбутніх грошових потоків, пов'язаних з реалізацією інвестицій, через їхню вартість у сучасний момент часу. Аналізуючи застосування методів оцінки ефективності інвестицій, заснованих на дисконтуванні, можна відзначити, що найбільш поширеними в західноєвропейських країнах і США стали такі методи оцінки ефективності інвестицій, засновані на дисконтуванні:

- метод чистої наведеної вартості;
- метод внутрішньої норми прибутку;
- дисконтований строк окупності інвестицій;
- індекс прибутковості;
- метод ануїтету.

*Чиста наведена* (дисконтована) вартість – це різниця між наведеним (дисконтованим) грошовим доходом від фінансових інвестицій та одноразовими витратами на інвестиції. Для вирахування чистої наведеної вартості необхідно врахувати інформацію не тільки про рух грошових коштів, обумовлений формуванням грошових доходів, але також і про рух грошових коштів, пов'язаних з інвестиційними витратами, необхідними для впровадження фінансових інвестицій.

Вищезгаданий рух грошових коштів називається *грошовими потоками*. Таким чином, грошові потоки – це рух коштів (доходів, витрат, інвестиційних витрат) за весь період реалізації фінансових інвестицій.

Обґрунтування *норми прибутку* (дисконтної ставки) стає найбільш важливим моментом під час розрахунку показника чистої наведеної вартості. За

ставку дисконтування (норма прибутку), як правило, приймається мінімальна норма прибутку, що нерідко прирівнюється до відсотка на довгострокові вклади на депозитних рахунках у банках. Ця норма відображає мінімальний рівень доходів, нижче якого підприємства вважають недоцільним вкладати свій капітал у реалізацію фінансових інвестицій.

До методів, що не включають дисконтування, відносяться:

- метод, заснований на розрахунку терміну окупності інвестицій;
- метод, заснований на визначенні норми прибутку на капітал;
- метод, заснований на розрахунку різниці між сумою доходів і інвестиційних витрат (одноразовими витратами) за весь період використання фінансових інвестицій, що відомий за назвою Cash–flow, або накопичене сальдо грошового потоку;
- метод порівняльної ефективності наведених витрат на виробництво продукції;
- метод вибору варіантів капітальних вкладень на основі порівняння маси прибутку.

Методи оцінки ефективності, що не включають дисконтування, іноді називають статистичними методами оцінки ефективності інвестицій. Ці методи опираються на проекти планові і фактичні дані про витрати і результати, обумовлений реалізацією фінансових інвестицій. При використанні цих методів в окремих випадках застосовують такий статистичний метод, як розрахунок середньорічних даних про витрати, результати (доходи) за весь період використання фінансових інвестицій. Даний прийом використовується лише у ситуаціях, коли витрати і результати нерівномірно розподіляють за весь період застосування фінансових інвестицій [20, с. 13]. Такий методичний прийом не повною мірою враховує часовий аспект вартості грошей, чинники, пов'язані з інфляцією і ризиком. Одночасно із цим ускладнюється процес проведення порівняльного аналізу проектних і фактичних даних за період використання фінансових інвестицій. Тому статистичні методи оцінки ефективності інвестицій найбільш раціонально застосовувати тоді, коли витрати і результати рівномірно розподілені, а період їхньої окупності охоплює невеликий проміжок часу – до п'яти років.

Всю сукупність методів оцінки ефективності інвестицій пропонується розділити на дві групи:

1. Методи абсолютної ефективності інвестиції.

2. Методи порівняльної ефективності варіантів капітальних вкладень. До першої групи варто відносити метод, що заснований на розрахунку строків окупності інвестицій, і метод, заснований на визначенні норми прибутку на капітал. До методів порівняльної оцінки ефективності інвестиції слід віднести:

1. Метод накопиченого сальдо грошового потоку (накопиченого ефекту) за розрахунковий період.

2. Метод наведених витрат.

3. Метод порівняння прибутку.

Таким чином теорія абсолютної ефективності капітальних вкладень виходить із передумови, що реалізації або впровадженню підлягають такі фінансові інвестиції, що забезпечують виконання встановлених інвестором нормативів ефективності використання капітальних вкладень. До таких нормативів ставиться нормативний строк корисного використання фінансових інвестицій або одержання заданої норми прибутку на капітал.

Строк окупності інвестицій – це період часу, що потрібен для повернення вкладеної грошової суми (без дисконтування). Критерій доцільності реалізації фінансових інвестицій визначається тим, що тривалість терміну окупності фінансових інвестицій виявляється меншою у порівнянні з економічно виправданим строком його окупності.

Термін окупності фінансових інвестицій може бути визначений за однією з таких формул:

$$T = \frac{K}{\Pi_q + A} \leq T_{EO}, \text{ або } T = \frac{K}{D_q} \leq T_{EO} - K \sum_{i=1}^r (\Pi_{il} + A_i) \geq 1, \quad (4.1)$$

де  $T$  – строк окупності фінансових інвестицій, років;

$\Pi_q$  – чисті надходження (чистий прибуток) у перший рік реалізації фінансових інвестицій при рівномірному надходженні доходів за весь строк окупності, грн;

$K$  – повна сума витрат на реалізацію фінансових інвестицій, включаючи витрати на науково–дослідні й дослідно–конструкторські роботи, грн;

$\Pi_{il}$  – чисті надходження (чистий прибуток) в тому році, грн;

$T_{EO}$  – економічно виправданий строк окупності інвестицій, визначається керівництвом підприємства або інвестором, років;

$A$  – амортизаційні відрахування на повне відновлення основних коштів розраховуючи на рік реалізації фінансових інвестицій при рівномірному надходженні доходів за весь строк окупності, грн.;

$A_i$  – амортизаційні відрахування на повне відновлення в  $i$ -тому році, грн;

$D_q = \Pi_q + A$  – чистий дохід у перший рік реалізації фінансових інвестицій при рівномірному надходженні доходів за весь строк окупності, грн.

Перша формула застосовується при рівномірному надходженні доходів протягом усього строку окупності інвестицій. Друга формула

використовується, коли доходи нерівномірно розподіляються за періодами реалізації фінансових інвестицій протягом усього строку його окупності.

Чистий прибуток визначається за формулою:

$$П_ч = П \times (1-H), \quad (4.2)$$

де  $П$  – прибуток у перший рік реалізації фінансових інвестицій при рівномірному надходженні доходів, грн;

$H$  – норматив податку на прибуток.

Дохід у цьому випадку трактується як сума прибутку і амортизації на повне відновлення.

Метод оцінки інвестицій виходячи з терміну їхньої окупності без дисконтування, має як переваги перед іншими методами, так і недоліки. Переваги методу:

- він простий у застосуванні;
- розрахунок терміну окупності приймається економічно виправданий термін використання фінансових інвестицій;
- дозволяє погодити грошові потоки з даними бухгалтерського обліку і звітності.

Недоліки методу окупності полягають у такому, по–перше, він не враховує доходи (надходження), які одержить підприємство після завершення економічно виправданого терміну окупності та інші можливі варіанти, розраховані на більш тривалий термін окупності; по–друге, істотний недолік полягає у тому, що при використанні методу окупності не враховується фактор часу, тобто часовий аспект вартості грошей, при якому доходи й витрати, пов'язані з використанням фінансових інвестицій, приводяться до порівнянності за допомогою дисконтування.

Щоб уникнути помилок при застосуванні фінансових інвестицій, поряд з методом, заснованим на розрахунку терміну окупності інвестицій, доцільно застосовувати метод визначення норми прибутку на капітал.

Необхідно відзначити, що, незважаючи на наявні недоліки, використання методу окупності в економічних дослідженнях ефективності інвестицій одержало широке поширення у західноєвропейських країнах і США. Так, наприклад, за даними Дерил Норткотт, близько 41% респондентів використали метод окупності як допоміжний інструмент оцінки ефективності інвестицій [19, с.118].

Другим методом оцінки інвестицій без дисконтування грошових потоків, що застосовується у західноєвропейських країнах і США, є метод з використанням *розрахункової норми прибутку*, відомий за назвою «*прибуток на капітал*». Як правило, розрахунок норми прибутку на капітал може



проводитися двома способами. При використанні першого способу під час розрахунку норми прибутку на капітал виходять із загальної суми спочатку вкладеного капіталу, що складається з витрат на покупку і встановлення основних коштів і збільшення обігового капіталу, що вимагається для реалізації інвестицій. При використанні другого способу визначається середній розмір вкладеного капіталу, враховується скорочення капітальних вкладень у основні кошти до їхньої залишкової вартості. Тому для розрахунку норми прибутку на капітал пропонується використовувати такі формули:

$$H_{пк} + \frac{\sum D}{K} \cdot 100, \text{ або } H_{пк} = \frac{\frac{\sum D}{T}}{\frac{(K + K_{ост})}{2}} \cdot 100, \quad (4.3)$$

$$K_{ост} = K - I$$

де  $H_{пк}$  – норма прибутку на капітал, %;

$\sum D$  – сума річних доходів за весь термін використання фінансових інвестицій, грн;

$T$  – термін використання фінансових інвестицій, років;

$K$  – первісні вкладення на реалізацію фінансових інвестицій, грн;

$K_{ост}$  – залишкова вартість вкладень, грн;

$I$  – сума зношування основних коштів, що входять у первісні вкладення, за весь термін використання фінансових інвестицій, грн. [17, с. 135]

На європейських і американських підприємствах капіталовкладення групуються за такими класами залежно від їхньої групи: 1) змушені капіталовкладення; 2) збереження позиції на ринку; 3) відновлення основних виробничих фондів; 4) зниження витрат виробництва; 5) збільшення доходів шляхом розширення випуску і збільшення потужностей; 6) ризиковані капіталовкладення.

До *першої* групи (клас 1) відносяться капіталовкладення, що створюються з метою захисту навколишнього середовища, поліпшення надійності устаткування та техніки безпеки на виробництві. Вказані фінансові потоки спрямовані на запобігання забрудненню повітряного і водного середовища.

До *другої* групи (клас 2) відносять фінансові інвестиції спрямовані на підтримку позицій підприємства на збереження створеної репутації та завоюванню нових ринків. До складу витрат включають кошти, необхідні на: створення реклами, підготовку кадрів, підвищення якості і надійності продукції. Норма прибутку на капітал у другому класі інвестицій становить, 6 %.

Інвестиції *третьої* групи (клас 3) повинні забезпечити безперервний процес виробництва, підвищення його технічного рівня, скорочення витрат на ремонт. Норма прибутку по таких інвестиціях становить 15 %.

*Четверта* група фінансових інвестицій (клас 4) спрямована на скорочення витрат, підвищення продуктивності праці, ріст рентабельності продукції. Норма прибутку на капітал у цьому випадку не повинна бути менше 15 %.

У *п'ятій* групі фінансових інвестицій (клас 5) основна увага приділяється збільшенню випуску продукції росту маси прибутку. Рентабельність фінансових інвестицій у п'ятому класі дорівнює 20 %.

У *шосту* групу (клас 6) включаються фінансові вкладення у цінні папери, розробку принципово нової продукції. З огляду на невизначеність результатів і пов'язаний з цим ризик норма прибутку на капітал повинна бути не менш 25 %. Наведені значення норми прибутку по класах фінансових інвестицій варто розглядати як приблизні. По конкретних підприємствах зазначені норми повинні бути, безумовно, уточнені з урахуванням особливостей діяльності цих підприємств, конкурентоспроможності продукції та інших факторів. Проте класифікація фінансових інвестицій допомагає керівництву підприємства прийняти більш обґрунтовані управлінські рішення, необхідні для їхньої реалізації.

Методика розрахунку накопиченого ефекту за розрахунковий період використання фінансових інвестицій полягає у такому:

1. Розраховується грошовий потік від операційної діяльності по роках використання фінансових інвестицій. Операційна діяльність має на маті одержання чистого доходу від використання фінансових інвестицій. Чистий дохід включає суму чистого прибутку і амортизації за роками використання фінансових інвестицій.

2. Розраховується сальдо інвестиційної діяльності підприємства як математична сума надходжень та реалізації коштів, зумовлених впровадженням фінансових інвестицій. Методика розрахунку сальдо інвестиційних потоків залежить від структури джерел фінансування запланованих інвестицій (співвідношення власних і позикових коштів).

3. Перед розрахунком грошового потоку від операційної діяльності попередньо необхідно розрахувати базу оподатковування і податкові відрахування за кожний період використання фінансових інвестицій.

4. Розраховується розмір щорічного внеску по періодам погашення кредиту. Визначається таким чином, щоб сальдо між чистим доходом від операційної діяльності, з одного боку, і сумою відсотків за кредит, а також

щорічним розміром кредиту, що погашається, з іншого боку, мало нульове або позитивне значення.

5. Розраховується сумарне сальдо грошового потоку за інвестиційною та операційною діяльністю за кожним роком використання фінансових інвестицій.

6. Розраховується сальдо накопиченого грошового потоку від операційної і інвестиційної діяльності. Розрахунок проводиться наростаючим підсумком починаючи з «нульового року», коли були зроблені інвестиційні витрати, і закінчується показниками останнього року використання фінансових інвестицій.

7. Приймається управлінське рішення про доцільність реалізації фінансових інвестицій (того варіанта капітальних вкладень), що забезпечують одержання максимальної суми накопиченого ефекту за весь період їх використання.

Розрахунок накопиченого ефекту за весь період використання фінансових інвестицій ( $E_H$ ) можна здійснити за такою формулою:

$$E_H = \sum_{i=1}^{T_{EO}} E_{HI} , \quad (4.4)$$

де  $E_{HI}$  – сумарний ефект від операційної та інвестиційної діяльності за кожним конкретним роком використання фінансових інвестицій, грн.

$$E_{HI} = Ч_{ДИ} - C_{KI} , \quad (4.5)$$

де  $Ч_{ДИ}$  – чистий дохід від операційної діяльності за  $i$ -тий рік використання фінансових інвестицій, грн;

$C_{KI}$  – сальдо надходжень і реалізації за кожний рік інвестиційної діяльності підприємства, грн.

Чистий дохід від інвестиційної діяльності або від конкретних фінансових інвестицій включає суму чистого, прибутку і амортизацію. Чистий прибуток при цьому розраховується як різниця між прибутком від операційної діяльності й величиною податків, що сплачують із прибутку до бюджету. Під прибутком від операційної діяльності розуміється прибуток від реалізації фінансових інвестицій.

При прийнятті управлінських рішень слід враховувати такі фактори: підвищення рентабельності продукції і норми прибутку на капітал у порівнянні з досягнутим рівнем, відповідність норми прибутку на капітал по фінансових інвестиціях досягненням підприємств, що випускають аналогічну продукцію.

## 5 ФОРМУВАННЯ ТА УПРАВЛІННЯ ІНВЕСТИЦІЙНИМ ПОРТФЕЛЕМ

### 5.1 Типи інвестиційного портфеля

Сучасне фінансове інвестування безпосередньо пов'язане з формуванням «інвестиційного портфеля». Воно базується на тому, що більшість інвесторів обирають для здійснення фінансового інвестування більше, ніж один фінансовий інструмент, тобто формують певну їх сукупність. Цілеспрямований підбір таких інструментів представляє собою процес формування інвестиційного портфеля.

Інвестиційний портфель представляє собою цілеспрямовано сформовану сукупність фінансових інструментів, що призначені для здійснення фінансового інвестування у відповідності до розробленої інвестиційної політики.

Оскільки на переважній більшості підприємств єдиним видом фінансових інструментів інвестування є цінні папери, для таких підприємств поняття «інвестиційний портфель» ототожнюється з поняттям «фондовий портфель» (або «портфель цінних паперів»).

Види інвестиційних портфелів поділяються на:

- консервативний;
- помірний;
- агресивний.

Консервативний складається з державних цінних паперів, акцій «блакитних фішок», золота і забезпечує високу захищеність складових і портфеля в цілому, а доходність інвестиційного портфеля зберігається на необхідному інвестору рівні.

Агресивний, укомплектований високоприбутковими цінними паперами. Ці цінні паперимають досить високий ступінь ризику. Тому інвестор сам активно управляє своїм портфелем або постійно контактує з керуючим його портфелем брокером.

Помірний, збалансований, оптимізація інвестиційного портфеля по прибутковості і ступені ризику – характерна його риса. У такому портфелі знаходяться як високоприбуткові папери з високим ступенем ризику, так і низькодохідні надійні папери, типу державних облігацій.

*Типи* інвестиційних портфелів залежать від мети формування інвестиційного портфеля.

1. Якщо для інвестора метою є швидке зростання капіталу, він формує портфель зростання.

2. Якщо мета – швидке повернення інвестицій, то формується портфель ліквідності.

3. Мета інвестора – гарантований постійний дохід, формується портфель доходу, що складається з акцій великих нафтових компаній, компаній газового сектора економіки і великих енергетичних компаній.

Крім цього портфелі можуть бути сформовані з регіональних цінних паперів або акцій компаній однієї галузі. Також формуються інвестиційні портфелі складені з іноземних цінних паперів – портфельні іноземні інвестиції.

## 5.2 Етапи формування інвестиційного портфеля

Головною метою формування інвестиційного портфеля є забезпечення реалізації основних напрямів політики фінансового інвестування підприємства шляхом підбору найбільш доходних і безпечних фінансових інструментів. З урахуванням сформульованої головної мети будується система конкретних локальних цілей формування інвестиційного портфеля, основними з яких є:

- забезпечення високого рівня формування інвестиційного доходу в поточному періоді;
- забезпечення високих темпів приросту інвестованого капіталу у довгостроковій перспективі;
- забезпечення мінімізації рівня інвестиційних ризиків, пов'язаних з фінансовим інвестуванням;
- забезпечення необхідної ліквідності інвестиційного портфеля;
- забезпечення максимального ефекту «податкового щита» в процесі фінансового інвестування.

Визначення цілей фінансового інвестування й типу інвестиційного портфеля, що реалізує обрану політику, дозволяє перейти до безпосереднього формування інвестиційного портфеля шляхом включення в нього відповідних фінансових інструментів. Процес формування інвестиційного портфеля здійснюється за етапами наведеними на рисунку 5.2.

Приклад структурування портфеля за видами фінансових інструментів інвестування наведений в таблиці 5.1.

Таблиця 5.1 – Альтернативна структура портфеля за видами фінансових інструментів, %

Види фінансових інструментів	Тип портфеля		
	Консервативний	Помірний (компромісний)	Агресивний (спекулятивний)
Державні короткострокові облігації	45	30	–
Державні довгострокові облігації	35	25	15
Довгострокові облігації підприємств	15	25	35
Прості акції	5	20	50
Всього	100	100	100

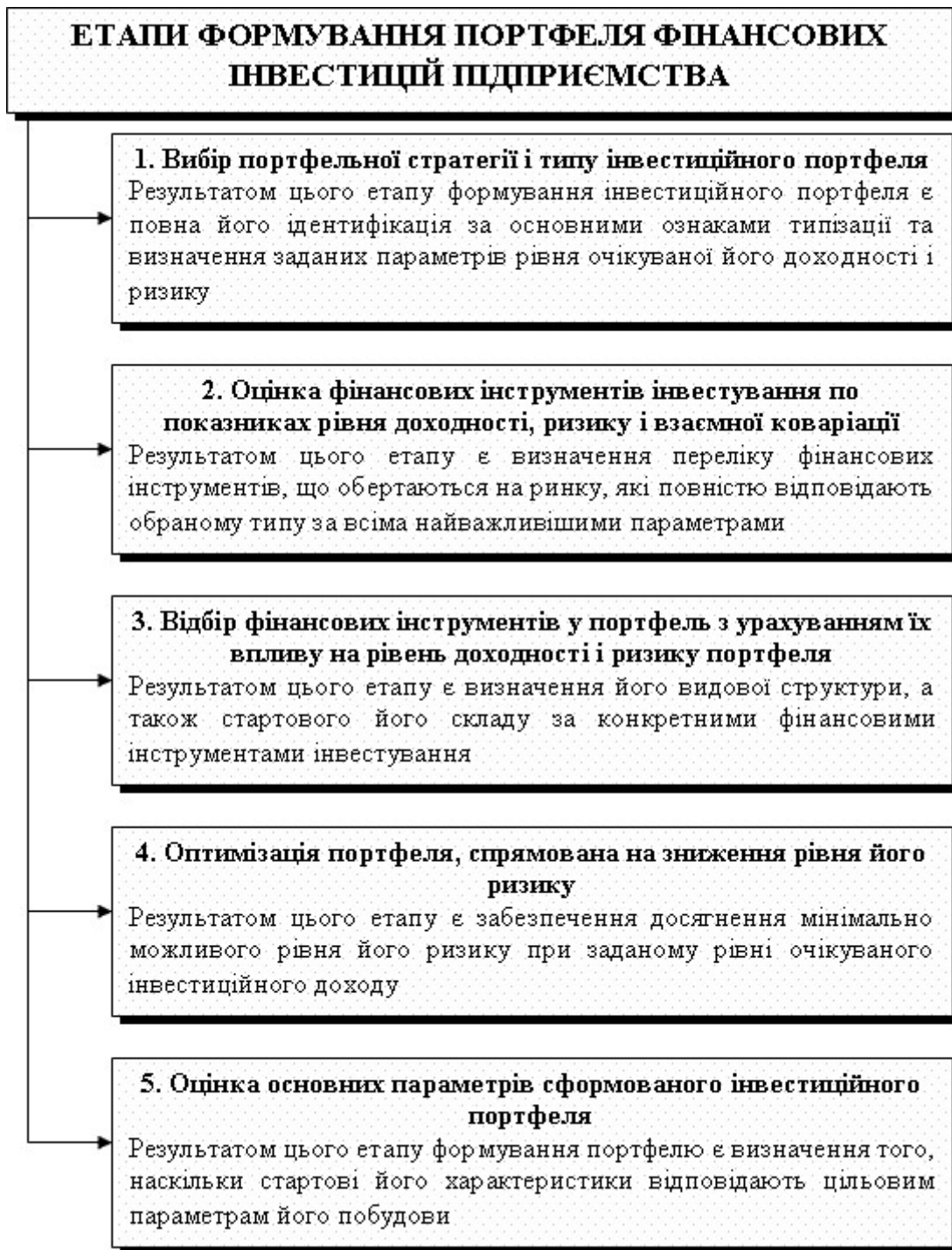


Рисунок 5.2 – Основні етапи формування портфеля фінансових інвестицій

Управління інвестиційними грошовими потоками пов'язано не лише з формуванням, але й з постійною оперативною реструктуризацією портфеля фінансових інвестицій.

Під оперативним управлінням реструктуризацією портфеля фінансових інвестицій розуміють обґрунтування і реалізацію управлінських рішень, що забезпечують підтримання цільової інвестиційної спрямованості сформованого

портфеля за параметрами його доходності, ризику і ліквідності шляхом ротації окремих його інструментів.

Теорія оперативного управління портфелем фінансових інструментів інвестування виділяє два принципових підходи до здійснення цього управління – пасивний та активний. Ці підходи розрізняються як задачами, так і методами оперативного управління портфелем. Пасивний підхід до управління портфелем ґрунтується на принципі «слідування у фарватері ринку». Практична реалізація цього принципу означає, що реструктуризація портфеля фінансових інвестицій має чітко відображати тенденції кон'юнктури фондового ринку. Послідовники цього підходу вважають, що ефективність портфеля на 90% забезпечується структурою видів фінансових інструментів і лише на 10% – конкретними їх різновидами у рамках окремих видів. В найбільшій мірі пасивний підхід відображає менталітет формування консервативного типу портфеля.

*Активний* підхід до управління портфелем ґрунтується на принципі «випередження ринку». Практична реалізація цього принципу означає, що реструктуризація портфеля фінансових інвестицій має базуватися на прогностичних розрахунках ринкової кон'юнктури, а не відображати поточну її динаміку. Активний метод передбачає також глибоку індивідуалізацію методів прогнозування кон'юнктури фондового ринку, заснованого переважно на фундаментальному його аналізі. В найбільшій мірі активний підхід до управління портфелем відображає менталітет агресивного його формування. При *пасивному* підході до оперативного управління портфелем основна увага приділяється забезпеченню глибокої його диверсифікації у рамках окремих видів фінансових інструментів.

Складність оперативного управління портфелем фінансових інвестицій визначає необхідність широкого використання в цьому процесі сучасних комп'ютерних технологій. Програмні продукти, пов'язані з використанням таких технологій, повинні забезпечувати моніторинг основних параметрів окремих фінансових інструментів і портфеля фінансових інвестицій в цілому, визначати напрями і строки реструктуризації портфеля за основними видами і різновидами фінансових інструментів, формувати найбільш ефективні альтернативні проекти наказів брокеру на здійснення необхідних угод.

### **5.3 Класифікаційні ознаки групування інвестиційних портфелів**

Класифікація визначає підходи до аналізу та оцінки інвестицій для прийняття попередніх управлінських рішень щодо їх реалізації, а також міру відповідальності за отримані результати. Але, з іншого боку, збільшення рівня

деталізації ознак класифікації не завжди дозволяє розкрити економічну сутність поняття «інвестиції» й сприяє вдосконаленню методики оцінки їх ефективності.

З точки зору розкриття економічного змісту категорії «інвестиції» слід розглянути такі класифікаційні ознаки, які найчастіше використовуються при класифікації інвестицій: за *об'єктом* вкладання інвестицій, за *періодом* інвестування, за *регіональними* ознаками інвестування, за *формами* власності на інвестиційні ресурси, за *ступенем* ризику, за *характером* участі в інвестуванні.

За об'єктом інвестування поділяють інвестицій на прямі та опосередковані. Під прямими інвестиціями розуміють форму вкладення, яка дає інвестору безпосереднє право власності на цінні папери чи майно (придбання акцій, облігацій, коштовної монети чи земельної ділянки інвестором задля збереження вартості грошей чи отримання доходу), а під опосередкованими інвестиціями – вкладення в портфель (набір цінних паперів або майнових цінностей). Професор Вайнріх класифікує інвестиції за об'єктом інвестування на:

- інвестиції у майно (матеріальні інвестиції);
- інвестиції у будівлі, споруди, обладнання, запаси матеріалів;
- фінансові інвестиції – придбання акцій, облігацій та інших цінних паперів;
- нематеріальні інвестиції – інвестиції у підготовку кадрів, дослідження, рекламу.

За *періодом* інвестування капіталу інвестиції класифікуються на: довгострокові, середньострокові та короткострокові. Під довгостроковими інвестиціями розуміють вкладення капіталу на строк більше трьох років, під середньостроковими – від одного до трьох років, а під короткостроковими – на строк менше одного року.

За *регіональною* ознакою класифікації інвестиції розподіляються на внутрішні та зовнішні. Внутрішні інвестиції здійснюються в об'єкти інвестування, що знаходяться в межах країни, а зовнішні – в об'єкти інвестування за її межами. За формою власності на ресурси інвестування інвестиції класифікуються на приватні, державні, іноземні та змішані (сумісні). Приватні інвестиції – це вкладання капіталу фізичними та юридичними особами недержавної форми власності. Державні інвестиції являють собою вкладання капіталу центральними та місцевими органами влади та управління за рахунок бюджетів, позабюджетних фондів і позикових коштів, а також вкладення, що здійснюються державними підприємствами за рахунок власних чи позикових коштів. До іноземних інвестицій відносяться вкладання капіталу нерезидентами в об'єкти та фінансові інструменти іншої держави. Змішані (сумісні) інвестиції здійснюються сумісно суб'єктами країни та іноземних



держав. Класифікація інвестицій за ступенем ризику – інвестиції із високим ступенем ризику, інвестиції із середнім ступенем ризику та інвестиції із низким ступенем ризику. Наступною класифікаційною ознакою є характер участі в процесі інвестування. За визначенням Бланка І. О. «прямі інвестиції передбачають пряму участь інвестора у виборі об'єктів інвестування й вкладення капіталу. Зазвичай прямі інвестиції здійснюються шляхом безпосереднього вкладення капіталу в статутні фонди інших підприємств. Непрямі інвестиції характеризують вкладення капіталу інвестора, опосередковане іншими особами (фінансовими посередниками)».

Класифікація визначає підходи до аналізу й методів оцінки інвестицій для прийняття попередніх управлінських рішень щодо їх реалізації, а також міру відповідальності за отримані результати. Але, з іншого боку, збільшення рівня деталізації ознак класифікації не завжди дозволяє розкрити економічну сутність поняття «інвестиції» й сприяє удосконаленню методики оцінки їх ефективності.

#### **5.4 Базові принципи управління інвестиційним портфелем**

Головною метою управління інвестиційним портфелем є забезпечення реалізації основних напрямків політики фінансового інвестування шляхом підбору найбільш прибуткових і безпечних фінансових інструментів. З урахуванням сформульованої головної мети будується система конкретних локальних цілей управління портфелем, основними з яких є:

- 1) забезпечення високого рівня формування інвестиційного прибутку в поточному періоді та високих темпів зростання капіталу, що інвестується в майбутній довгостроковій перспективі;
- 2) забезпечення мінімізації рівня інвестиційних ризиків, пов'язаних з фінансовим інвестуванням;
- 3) забезпечення необхідної ліквідності портфеля;
- 4) виконання нормативних вимог регулюючих органів;
- 5) забезпечення максимального ефекту "податкового щита" в процесі фінансового інвестування.

## 6 СУТНІСТЬ І КЛАСИФІКАЦІЯ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЕКТІВ. ЇХ ЗНАЧЕННЯ ДЛЯ РОЗВИТКУ ПІДПРИЄМСТВА

### 6.1 Інвестиційний проект: сутність та зміст

Розвиток економіки будьякої країни базується на реалізації інвестиційних проектів, які забезпечують та удосконалюють процес розширеного відтворення, створюють додаткові вартості, робочі місця, новий виробничий і споживчий потенціал. Процеси планування інвестиційних проектів у сучасних умовах непередбачуваності подій та посиленого впливу різних ризиків потребують обґрунтованого підходу до їх ефективної реалізації.

Під **інвестиційним проектом** слід розуміти сферу діяльності з утворення або зміни технічної, економічної або соціальної систем, а також розробку нової структури управління або програми науководослідних робіт. Це не лише система організаційноправових та розрахунковофінансових документів, необхідних для здійснення будьяких дій, але й заходи (діяльність), які передбачають їх виконання для досягнення конкретних цілей.

Інвестиційний проект – це сукупність цілеспрямованих організаційно-правових, управлінських, аналітичних, фінансових та інженерно-технічних заходів, які здійснюються суб'єктами інвестиційної діяльності та оформлені у вигляді планово-розрахункових документів, необхідних та достатніх для обґрунтування, організації та управління роботами з реалізації проекту. Розробленню інвестиційного проекту може передувати розроблення проектної (інвестиційної) пропозиції.

Інвестиційний проект має містити:

- інвестиційну пропозицію;
- проект відведення земельної ділянки (техдокументацію);
- техніко-економічне обґрунтування, погоджене з управлінням містобудування та архітектури міської ради;
- технічні умови на підключення комунікацій;
- висновок містобудівної ради (за необхідності);
- інвестиційний проект може містити додаткові відомості залежно від сфери діяльності, в якій передбачається реалізація проекту.

Інвесторами інвестиційного проекту є суб'єкти інвестиційної діяльності, які приймають рішення про вкладення власних, позичкових і залучених майнових та інтелектуальних цінностей в об'єкти інвестування. Інвестори можуть виступати в ролі вкладників, кредиторів, покупців, а також виконувати функції будь-якого учасника інвестиційної діяльності.

Об'єктом інвестування може виступати будь-яке майно, у тому числі основні фонди і оборотні кошти в усіх галузях економіки, цінні папери (крім векселів), цільові грошові вклади, науково-технічна продукція, інтелектуальні цінності, інші об'єкти власності, а також майнові права.

Частіше на практиці ІП – це об'єкт реального інвестування, що може бути представлений у вигляді:

1. інвестицій у підвищення ефективності виробництва. Ціль – створення умов для зниження витрат підприємства за рахунок удосконалювання встаткування, навчання персоналу або переміщення виробничих потужностей у регіони з більше вигідними умовами виробництва.

2. інвестиції в розширення виробництва. Розширення можливостей випуску продукції для ринків, які раніше сформувалися, у рамках уже існуючих виробництв.

3. інвестиції в створення нових підприємств. Такі інвестиції забезпечують створення зовсім нових підприємств, які будуть випускати товари, раніше не вироблені цим підприємством.

4. інвестиції для задоволення вимог державних органів керування. Задоволення вимог влади при екологічному питанні або безпеці продукції.

Основою інвестиційного проекту є *проектна (інвестиційна) пропозиція*. Проектна (інвестиційна) пропозиція – результат техніко-економічного дослідження інвестиційних можливостей, на підставі яких приймається рішення про реалізацію інвестиційного проекту, оформлений у вигляді пропозиції щодо ініціювання інвестиційного проекту. Розроблення проектної (інвестиційної) пропозиції є одним з етапів розроблення інвестиційного проекту. Інвестиційна пропозиція повинна включати Концепцію проекту, яка має включати:

Назва інвестиційного проекту

Назва ініціатора інвестиційного проекту

Реквізити ініціатора інвестиційного проекту

*Поштова адреса*

*Телефон*

Контактна особа по інвестиційному проекту:

*Посада*

*Прізвище, ім'я та по батькові*

*Телефон*

Стислий опис історії компанії (за наявності)

*напрямок діяльності, товари або послуги, активи (кілька слів), чисельність персоналу, положення на ринку*

Стисла суть проекту

Пропозиція про створення нового або реконструкції існуючого об'єкта інвестування, або пропозиція інвестування в комунальне підприємство

До вирішення яких завдань у державних, галузевих та місцевих програмах соціально-економічного розвитку відноситься проект  
Мета інвестиційного проекту (за принципом SMART: конкретна, вимірювана, можливо досягти, реалістична, вимірювана у часі)

Планові обсяги інвестицій, у т.ч. обсяг запланований для розвитку і формування інфраструктури при реалізації проекту  
Спосіб залучення інвестицій (які суми та із яких джерел планується залучити)

Маркетингові дані (стисло)

*пряме інвестування  
(кредитування)/партнерство/повний продаж або інше  
– яку потребу буде задовольняти товар/послуга?  
– потреба вже є або тільки з'являється?  
– чим відмінне ваше рішення?  
– які можливості на ринку відкриває Ваше рішення?  
– плановий сегмент ринку (відсоток)  
– регіон реалізації товару/послуги  
– конкурентні відмінності товару/послуги  
відсоток*

Плановий рівень рентабельності товару/послуги  
Інформація про земельну ділянку або об'єкт комунального майна (за необхідності)

Спосіб взаємодії з інвестором після отримання коштів

Ключові члени вашої команди

*доля у статутному капіталі/акції/кредит та інше  
перелік ключових спеціалістів, менеджерів та сфера, в якій вони мають необхідний досвід*

Терміни реалізації інвестиційного проекту

Термін окупності проекту (років)

Кількість створених робочих місць

Перелік можливих ризиків проекту (стисло)

Фотоматеріали

*Техніко-економічне обґрунтування для реалізації проекту має містити:*

– детально відпрацьований організаційний план, плани маркетингової та виробничої діяльності;

– орієнтовний план реалізації проекту (строк введення в дію основних фондів, кадрове забезпечення, організаційна структура та управління проектом, розвиток інфраструктури, заходи з охорони навколишнього природного середовища, джерела фінансування проекту і виплат за зобов'язаннями суб'єкта інвестиційної діяльності, гарантії та схема повернення інвестицій, якщо таке повернення передбачено проектом);

детально відпрацьований фінансовий план (фінансова модель, плани капітальних витрат, оцінка фінансової та економічної спроможності проекту, з чітким та детальним відображенням строку окупності проекту);

інформацію про ризики проекту, запобіжні заходи і страхування ризиків у випадках, передбачених законом;

інформацію про сильні сторони проекту та можливості для його подальшого розвитку;

прогноз економічного та соціального ефекту від реалізації проекту;

прогноз надходжень до бюджетів та державних цільових фондів (протягом трьох місяців з дати затвердження міською радою переліку об'єктів інвестування);

іншу інформацію, у залежності від особливостей проекту, за запитом організатора конкурсу.

#### Критерії та вимоги до розробки державних інвестиційних проектів

1) мета інвестиційного проекту та її обґрунтування:

- проблеми, які будуть розв'язані внаслідок реалізації інвестиційного проекту;
- результати аналізу попиту на послуги (товари), надання (виробництво) яких має бути забезпечено в результаті реалізації інвестиційного проекту;
- результати попереднього аналізу можливих альтернативних варіантів розв'язання таких проблем;
- відповідність мети інвестиційного проекту пріоритетам державної політики;

2) прогнозні обсяги витрат:

- розрахункова вартість інвестиційного проекту, включаючи витрати на його розроблення та реалізацію, обґрунтування вибору можливих джерел фінансування;
- наявність земельної ділянки, прав, пов'язаних з нею, та план заходів щодо оформлення прав на неї (у разі потреби);
- оціночна вартість експлуатації (утримання) об'єкта державної власності після реалізації інвестиційного проекту та обґрунтування визначення джерела фінансування його експлуатації (утримання);

3) результати попереднього аналізу ефективності реалізації інвестиційного проекту:

- очікуваний вплив (екологічні, соціальні, економічні вигоди і наслідки реалізації інвестиційного проекту);
- вигодоотримувачі;
- результати попередньої оцінки ризиків інвестиційного проекту;

4) строк та етапи реалізації інвестиційного проекту, результати попередньої оцінки можливостей реалізації, організації та управління виконанням робіт з реалізації інвестиційного проекту;

5) обґрунтування заходів щодо розроблення інвестиційного проекту (дослідження, проектування).

Проект, розпочатий у попередні бюджетні періоди, оформлюється у вигляді планово–розрахункового документа, що містить результати дослідження та економічної оцінки інвестиційних можливостей, необхідних та достатніх для обґрунтування інвестування, організації та управління виконанням робіт з реалізації проекту на всіх етапах його життєвого циклу (інвестиційного та експлуатаційного).

## **6.2 Класифікація інвестиційних проектів**

Оцінка доцільності здійснення інвестиційних проектів та подальший аналіз їх результативності має базуватися на класифікації типів інвестиційних проектів, оскільки різні проекти створюють фірмам різні проблеми, мають різну пріоритетність та ступінь ризику. Підходів до класифікації інвестиційних проектів існує ще більше, ніж до визначення їх сутності – їх групують і за сумою первісного вкладення капіталу, і за формою отримання прибутку, і за галузевим спрямуванням тощо.

Важливою характеристикою інвестиційного проекту є його взаємозалежність. За ступенем взаємозалежності інвестиційні проекти поділяються на незалежні, залежні, доповнювальні, взаємовиключні і замінюючі (субститутні) [2, с. 37]. У реальному житті можна вести мову лише про відносну залежність або незалежність об'єктів, оскільки прийняття рішення про інвестування є більшою мірою суб'єктивним, ніж об'єктивним. Інвестиційні проекти можна вважати незалежними, якщо можливо технічно здійснити один проект незалежно від іншого. Окрім того, на економічний ефект від першого проекту не повинен впливати факт реалізації другого проекту.

Інвестиційні проекти можна розподілити залежно від отриманого від його реалізації ефекту.

Економічний ефект відображає різні вартісні показники. До таких показників відносяться збільшення обсягу продукції (товарної, реалізованої); прибутку; економія окремих видів ресурсів; зниження валових поточних витрат на виробництво (повна собівартість продукції), скорочення витрат у цілому тощо.

Соціальний ефект зводиться до збільшення саме нових робочих місць і рівня зайнятості працездатного населення; поліпшення умов праці, побуту й відпочинку людини; формування еко– логічно безпечного навколишнього середовища тощо.

Кінцевий ефект означає конкретний результат здійснення інвестиційного проекту, який забезпечує підприємство фінансовими ресурсами для саморозвитку, наприклад, прибуток від розширення, вихід на нові ринки збуту.

Абсолютний ефект характеризує загальну або питому його величину, що має підприємство від здійснення інвестицій протягом певного часу.

Порівняльний ефект відображає результат порівняння можливих варіантів інвестиційних проектів й вибору кращого з них; його величина показує економічні й соціальні переваги обраного варіанта здійснення інвестицій порівняно з іншими наявними варіантами.

Мультиплікаційний ефект виникає тоді, коли первинний ефект збільшується завдяки багаторазовому використанню отриманих результатів не тільки на даному, але й на інших підприємствах або в інших сферах діяльності.

Дифузійний ефект (або ефект розширення) реалізується тоді, коли нововведення певного характеру поширюється на інші галузі; завдяки цьому відбувається мультиплікація.

Ефект «стартового вибуху» – це така собі ланцюгова реакція у перспективі: він стає початком наступного вибухоподібного збільшення ефекту в тій або іншій галузі виробництва чи діяльності.

Ефект акселерації (від лат. «прискорюю, акселерувати») може відображатись в будь-якому виді діяльності; він означає прискорення рівня поширення й застосування певного конкретного позитивного результату.

Інвестиційні проекти з позиції їх сутності як життєвих циклів є об'єктами управління, що вимагає використання різних підходів до їх класифікації. Найбільш поширеною є класифікація інвестиційних проектів за сферою вкладання інвестиційних ресурсів, однак лише такого поділу недостатньо, адже з метою прийняття рішення щодо оптимізації джерел фінансування інвестиційних проектів необхідне їх розмежування за ознакою механізмів вкладання ресурсів, обсягом, строковістю, ризикованістю тощо.

В сучасній літературі є різні підходи до класифікації інвестиційних проектів. Зокрема, для реалізації інвестиційної політики регіону та оцінювання інвестиційної привабливості інвестиційного проекту запропоновано наступну класифікацію інвестиційних проектів:

За *цільами* інвестування:

- приріст обсягу продукту;
- розширення (відновлення) асортименту продукту;
- підвищення якості та конкурентоспроможності продукту;
- зниження собівартості продукту;
- вирішення соціальних, економічних та інших завдань.

За *строками* реалізації:

- короткострокові з періодом реалізації до 1 року;
- середньострокові з періодом реалізації від 1 до 3 років;
- довгострокові з періодом реалізації більше 3 років.

За *обсягами* необхідних інвестиційних ресурсів понад:

- 3 мільйони євро – для суб'єктів великого підприємництва;
- 1 мільйон євро – для суб'єктів середнього підприємництва;
- 500 тисяч євро – для суб'єктів малого підприємництва.

За кількістю *створених робочих* місць понад:

- 150 – для суб'єктів великого підприємництва;
- 50 – для суб'єктів середнього підприємництва;
- 25 – для суб'єктів малого підприємництва.

За передбаченою *схемою фінансування*:

- кошти державного бюджету чи місцевого бюджету;
- за рахунок внутрішніх джерел;
- за рахунок зовнішніх джерел;
- за змішаною формою фінансування.

За *масштабом*:

- державні;
- обласні;
- місцеві.

За *характером і сферою* діяльності:

- наука і технології;
- енергетичний комплекс;
- транспорт;
- соціальна інфраструктура;
- ресурси і навколишнє середовище;
- галузева.

за напрямком інвестованих коштів: *промислові* (реальні), *фінансові*, *інноваційні* (венчурні), *галузеві*, *регіональні* (мають місце тоді, коли суб'єктом інвестування явл. керівний орган галузі (міністерство) або представники місцевих органів влади), *міжнародні* (втілюються при участі междун. фінансово–кредитних інститутів).

за типом доходів (ціль заради якої вкладають інвестиції): *дохід від скорочення витрат*; *дохід від розширення*, *дохід від нових ринків збуту*, *дохід від нових сфер бізнесу*, *дохід від зниження ризику виробництва й збуту*, *соціальний ефект*;

за типом відносин: *незалежність* (два проекти наз. незалежними, якщо рішення про прийняття одного не впливає на рішення про прийняття іншого),



*альтернативність* (якщо два або більше проекти, які аналізуються, не можуть бути реалізовані одночасно, тобто ухвалення рішення по одному з них автоматично виходить, що проекти, які залишилися повинні бути відхилені).

за типом грошових потоків: *ординарний* (якщо він складається з інвестицій, зроблених одночасно або протягом послідовних базових періодів і наступних припливів коштів), *неординарний* (якщо припливи коштів чергуються в будь-якій послідовності з їхніми відтоками);

за рівнем ризику: *поза ризиком, з миним. ризиком, із середнім ризиком, високо ризиковані*.

за формою власності: *державні, індивідуальні, колективні, спільні*.

Ресурси, що використовуються в при реалізації інвестиційного проекту, незалежно від його виду, можна поділити на: трудові, фінансові та економічні. За своєю метою використання, вони можуть бути як інвестиційними ресурсами так і не бути ними. Однак всі ресурси які використовуються в інвестиційному проекті є інвестиціями.

Реалізація інвестиційних проектів потребує залучення значного обсягу фінансових ресурсів. Сьогодні інвестиційна діяльність підприємств здійснюється в умовах обмеженості інвестиційних ресурсів, тому під час інвестиційного проектування особливої уваги набувають проблеми вибору та економічного обґрунтування доцільності використання інвестиційних ресурсів з різних джерел фінансування. До основних причин зниження активності інвестиційної діяльності в Україні відносяться: недосконалість законодавчої бази щодо інвестиційної діяльності; несприятливий інвестиційний клімат; недосконалість розкриття внутрішнього потенціалу регіонів; недостатня підготовка інвестиційних проектів та програм; низька ефективність інвестицій; відсутність інвестиційного ринку.

### **6.3 Фінансування інвестиційних проектів**

З питанням реалізації інвестиційного проекту тісно пов'язана проблема щодо оптимального вибору основ його фінансування. Відповідно до Закону України «Про інвестиційну діяльність», до джерел фінансування інвестиційних проектів слід віднести наступні: власні фінансові ресурси інвестора; позичкові фінансові кошти інвестора; залучені фінансові кошти інвестора; бюджетні інвестиційні асигнування; безоплатні й благодійні внески, пожертвування організацій, підприємств і громадян. Досить часто до джерел забезпечення фінансовими ресурсами інвестиційних проектів належать власні, залучені й позичені засоби фінансування, а також бюджетні асигнування та іноземні інвестиції в формі прямих капіталовкладень.

Стефанович Є. А. класифікує джерела фінансування інвестиційних проектів на внутрішні (чистий прибуток, раніше здійснені довготермінові фінансові вкладення, термін яких минає в поточному періоді), зовнішні (довготермінові кредити банків, емісія цінних паперів, бюджетне фінансування, інвестиційний лізинг та селенг тощо) та змішані (венчурне фінансування та класичне змішане фінансування).

Метод фінансування інвестиційного проекту в управлінні реальними проектами розглядається як спосіб залучення інвестиційних ресурсів з метою забезпечення фінансової можливості реалізації проекту. Традиційно всю сукупність джерел фінансування поділяють на: внутрішні (власні кошти); зовнішні (залучені та позикові кошти). Використання різних джерел фінансування обумовлює диференціацію методів фінансування, серед яких виділяють такі: *самофінансування*, яке передбачає фінансування проекту виключно за рахунок власних коштів; *пайове фінансування*, зокрема акціонування, – залучення коштів на фінансування проекту шляхом випуску акцій; *бюджетне фінансування* – фінансування проекту за рахунок бюджетних коштів; *кредитне фінансування* – фінансування за рахунок позикових коштів (банківське кредитування, облігаційні позики); *лізинг*. Виділяють також змішане фінансування, яке передбачає поєднання різних розглянутих методів.

**Самофінансування** здійснюється за рахунок коштів підприємства, яке реалізує інвестиційний проект. Самофінансування проекту передбачає використання власних коштів – статутного (акціонерного) капіталу, а також грошового потоку, що створюється у процесі діяльності підприємства (чистого прибутку й амортизаційних відрахувань). Цільовий характер використання коштів у процесі реалізації проекту забезпечується створенням окремого самостійного бюджету інвестиційного проекту. Як метод фінансування інвестиційних проектів самофінансування є не досить поширеним – використовується переважно при реалізації невеликих (локальних) проектів. Капіталомісткі інвестиційні проекти, як правило, фінансуються із залученням не тільки внутрішніх, але і зовнішніх джерел, що обумовлене обмеженістю власних коштів підприємств.

**Пайове** фінансування інвестиційних проектів може здійснюватися у таких основних формах: додаткова емісія акцій діючого підприємства, якщо воно за організаційно–правовою формою є акціонерним товариством; залучення з метою фінансування проекту додаткових коштів засновників підприємства (інвестиційних внесків, паїв); створення нового підприємства, призначеного спеціально для реалізації інвестиційного проекту. Форма пайового фінансування визначається масштабом інвестиційного проекту, який планується реалізувати. Додаткова емісія потребує додаткових витрат, які

покриваються у випадку реалізації великих проектів, тому цей метод фінансування використовується для реалізації великомасштабних інвестиційних проектів, інвестиційних програм розвитку, проектів регіонального значення тощо. Залучення інвестиційних ресурсів шляхом акціонерного фінансування може здійснюватися за допомогою додаткової емісії звичайних і привілейованих акцій.

**Бюджетне** фінансування інвестиційних проектів проводиться, як правило, за допомогою фінансування у рамках державних цільових програм і фінансової підтримки. У країнах Західної Європи державні програми, як правило, розробляються в галузях з тривалим інвестиційним циклом і низькою рентабельністю, яка робить не вигідним вкладення в їх реалізацію приватного капіталу, а також для стимулювання розвитку слаборозвинених територій. Через державні програми забезпечується розвиток близько 40% території у Великобританії і до 90% – у Норвегії.

Бюджетне фінансування передбачає використання бюджетних коштів у таких основних формах: інвестиції у статутні капітали діючих або новостворених підприємств; бюджетних кредитів (зокрема інвестиційного податкового кредиту); надання гарантій і субсидій.

Процедура надання бюджетних інвестицій передбачає підготовку пакета документів інвестиційного проекту, що складається з техніко– економічного обґрунтування, проектно–кошторисної документації тощо.

**Кредитне** фінансування інвестиційних проектів застосовується у разі неспроможності підприємства мобілізувати власні кошти або провести емісію акцій. Основними формами кредитного фінансування є банківські кредити та цільові облігаційні позики. Банківські кредити залучаються на умовах платності, строковості, повернення та цільового використання коштів. Як правило, такі кредити є середньо– або довгостроковим, що обумовлено характером реального інвестування. Такий кредит може мати пільговий період – період відстрочення погашення основної суми боргу, передбачати пільгові умови обслуговування кредиту. Проте такі умови компенсуються зростанням відсоткової ставки.

Лізинг (від англ. lease – оренда) це комплекс майнових відносин, що виникають при передачі предмета лізингу (рухомого і нерухомого майна) в тимчасове користування на основі його придбання і здачу в довгострокову оренду. Згідно із законодавством України лізинг є господарською діяльністю, що спрямована на інвестування власних чи залучених фінансових коштів, яка полягає в наданні за договором лізингу однією стороною (лізингодавцем) у виключне користування другій стороні (лізингоодержувачу) на визначений строк майна, що належить лізингодавцю або набувається ним у власність за

дорученням чи погодженням лізингоодержувача у відповідного постачальника (продавця) майна за умови сплати лізингоодержувачем періодичних лізингових платежів.

У сучасних умовах розвитку економіки України склалися ряд причин, які обумовлюють необхідність застосування саме лізингу як методу фінансування реальних інвестицій: недостатній обсяг ліквідних коштів у підприємств через труднощі, що постійно виникають на грошовому ринку; підвищення конкуренції, що потребує оптимізації джерел фінансування інвестицій; підтримка розвитку лізингових операцій з боку державних органів влади і фінансових ділових осередків у цілому, що стимулює зростання інвестиційної діяльності; загальне збереження ліквідності підприємств. Відмінність між лізингом та традиційною орендою визначається так: об'єкт лізингу обирає лізингоодержувач, а не лізингодавець, який купує обладнання за свій рахунок; термін лізингу, як правило, менший за термін фізичного зношення обладнання; після закінчення дії контракту лізингоодержувач може продовжити оренду на пільгових умовах або придбати майно, що орендується, за залишковою вартістю; лізингодавцем, як правило, є кредитно-фінансовий інститут – лізингова компанія, банк.

Перевагою цього виду фінансування в порівнянні з банківським кредитуванням є залучення інвестицій із меншим ризиком для інвестора, оскільки лізингова компанія зберігає власність на об'єкт лізингу і таким чином бере на себе частину ризиків. Тобто схеми фінансування на основі лізингу у багатьох випадках є варіантом захисту кредитної операції. Для кредитора (банка) також вигідно мати фінансового посередника як додаткового гаранта цільового використання кредиту.

#### **6.4 Ефективність інвестиційних проектів**

Одним з найбільш відповідальних етапів при прийнятті рішення щодо реалізації інвестиційних проектів є визначення *ефективності інвестицій* та фінансової здійсненності інвестиційного проекту.

*Ефективність* інвестиційних проектів – це категорія, яка відображає відповідність проекту цілям, завданням та інтересам його учасників. Загалом економічну ефективність доцільно розглядати як результативність економічної діяльності, реалізацію економічних програм та заходів, що характеризується відношенням отриманого економічного ефекту до витрат ресурсів, які зумовили отримання цього результату.

Сьогодні комплекс методичних підходів до оцінки інвестиційних проектів за можливістю кількісної оцінки поділяють на три групи:

1. Фактори, вплив яких вимірюється кількісно;
2. Фактори, вплив яких вимірюється кількісно лише частково;
3. Якісні фактори, вплив яких зовсім не можна вимірити кількісно.

Кількісні фактори оцінки ефективності інвестиційних проектів сьогодні набули найбільшого поширення і використовуються для кількісної оцінки фінансово-економічного ефекту інвестиційних проектів.

У світовій практиці існує п'ять основних принципів оцінювання ефективності інвестиційних проектів:

1. Принцип зіставлення корисних результатів проекту, виражених у вартісній формі (доходів, прибутку), з іншими альтернативними варіантами вкладання інвестицій.

2. Принцип моделювання потоків продукції, ресурсів і грошових коштів. Усі потоки мають бути прив'язані до конкретних часових періодів.

3. Принцип сумірності результатів шляхом дисконтування майбутніх надходжень різночасових грошових коштів. Реалізація цього принципу забезпечує порівняння результатів і витрат, що здійснюються в різні часові проміжки. Використовувана під час цього ставка дисконтування вибирається на підставі конкретних альтернатив вкладення капіталу.

4. Принцип визначення інтегральних результатів і витрат передбачає врахування всіх позитивних і негативних потоків грошових коштів за розрахунковий період. Ідеться про те, що під час розрахунків економічної ефективності визначається інтегральний економічний ефект за весь період функціонування об'єкта (розрахунковий період). Аналогічно до цього розрахунок економічної ефективності має ґрунтуватися на повних витратах за розрахунковий період.

5. Принцип обліку невизначеності та ризиків, пов'язаних зі здійсненням проекту.

Оцінювання ефективності інвестиційних проектів подано науковцем Грачовою М.В., а саме:

- врахування вартості грошей у часі та врахування альтернативних витрат;
- врахування ризику, пов'язаного із здійсненням проекту;
- врахування можливих змін у параметрах проекту;
- правильне й послідовне відображення інфляції [30].

Вище перелічені принципи оцінювання ефективності інвестиційних проектів доцільно також доповнити принципом комплексного та системного характеру прийняття управлінських рішень на зміни зовнішнього середовища (зміна валютних курсів, інфляції, цін тощо).

Аналіз проекту в умовах конкретного підприємства дає змогу взяти до уваги всі особливості відповідної практичної ситуації. Ідеться про можливість зміни схеми фінансування, діяльність підприємства загалом, наявні борги, отримання податкових пільг, продаж непотрібного обладнання тощо.

Основні завдання аналізу ефективності проектів наведено в таблиці 6. 2

Таблиця 6.2 – Завдання аналізу ефективності проектів

Завдання аналізу проектів	Особливості оцінювання техніки (проекту)
Оцінювання абсолютної ефективності проектів	Можливе оцінювання проекту як у чистому вигляді, так і з урахуванням особливостей його реалізації на конкретному підприємстві. Проект не передбачає заміни техніки. Проект оцінюється без бази порівняння
Оцінювання ефективності заміни техніки	Ефект заміни техніки оцінюється в чистому вигляді. Базу порівняння становить техніка (наявний варіант діяльності) аналогічного призначення
Порівняння проектів	Зіставлявані проекти (види техніки) оцінюються в чистому вигляді. Порівнювані проекти мають бути аналогічними за призначенням. За базу порівняння приймається один із проектів

Оцінювання проектів за потрібними витратами здебільшого істотно спрощує економічний аналіз. Подібне оцінювання доцільне підчас вибору ефективних видів устаткування, аналізу проектів зниження собівартості, проектів енерго– та ресурсозбереження тощо. Порівняння проектів, технологій, видів обладнання за витратами передбачає тотожність одержуваного результату. Проекти розглядаються як альтернативні способи досягнення заданого результату. Проект із меншими витратами є найкращим. Якщо результати проектів тотожні в повному обсязі, то додатково проводиться вартісне оцінювання наявних відмінностей.

Показники приросту використовуються для визначення оптимальних параметрів проекту (техніки, процесу) й оцінювання доцільності додаткових витрат на дії (заходи), що збільшують корисний результат.

Слід пам'ятати, що в основі оцінки ефективності інвестиційних проектів знаходиться система показників, які порівнюють отриманий ефект від реалізації проекту з його інвестиційними витратами.

РОЗРОБКА й реалізація інвестиційного проекту (ІП) проходить тривалий шлях від ідеї до випуску продукції. В умовах ринку цей період розглядають як життєвий цикл ІП або інвестиційний цикл, що охоплює *три фази*:

– *передінвестиційну* (попередні дослідження до кінцевого ухвалення інвестиційного рішення);

- *інвестиційну* (проектування, висновок договорів, підряду, будівництво);
- *виробничу* (етап експлуатації знову створених об'єктів).

*Кожна із цих фаз у свою чергу ділиться на стадії й етапи, яким відповідають свої мети й методи.*

*Так у передінвестиційній фазі є кілька паралельних видів діяльності, які частково займають і наступну, інвестиційну фазу. Таким чином, як тільки дослідження інвестиційних можливостей визначають доцільність проекту, починаються етапи сприяння інвестиціям і планування їхнього здійснення.*

Зрозуміло, що в інвестиційному циклі вагомої є передінвестиційна фаза, що відповідно розробкам ЮНІДО (організація ООН із проблем промислового розвитку) містить у собі чотири стадії:

- пошук інвестиційних концепцій;
- попередня підготовка проекту;
- остаточне формулювання проекту й оцінка його техніко–економічної й фінансової прийнятності;
- етап фінального розгляду проекту й прийняття по ньому рішення.

Основою першої фази життєвого циклу ІП є розробка техніко–економічного обґрунтування (ТЕО) проекту, що відбувається у два етапи:

- попередня техніко-економічна оцінка проекту;
- детальна оцінка ефективності ІП.

*На першому етапі проводиться укрупнена оцінка ТЭ параметрів, що дозволяє виявити доцільність розробки конкретного ІП і приблизно оцінити його економічну життєздатність. Розробка ТЕО проекту починається з того, що формулюється кінцева мета проекту й вишукуються можливі шляхи досягнення цієї мети, тобто розглядається багатоваріантність напрямків розробки проекту з погляду вибору технології, устаткування, виробничої потужності, місця розташування, фінансування й т.д.*

Якщо попередня оцінка ефективності проекту не дала однозначної відповіді про його економічну життєздатність і показала, що проект є або можливо буде прибутковим можна переходити до другого етапу розробки ТЕО.

*Другий етап розробки ТЕО передбачає розширену, детальну оцінку ефективності ІП у конкретних розрахунках і цифрах.*

*Кінцевим результатом цієї роботи може стати Попередній Інформаційний Меморандум, що надалі використовується при переговорах з інвестором. У цьому документі повинні бути відображені такі аспекти інвестиційного проекту:*

- загальна інформація про інвестиційний проект;
- оцінка маркетингових факторів;
- визначення виробничої програми;
- вибір технології й виробництва й технологічного встаткування;
- вибір місця розташування виробництва;
- забезпеченість ресурсами;
- екологічна оцінка проекту;
- вибір проектувальників, підрядників і постачальників оснащення, сировини, покупців продукції й т.п.;
- фінансова й економічна оцінка проекту;
- аналіз чутливості;
- оцінка ризиків проекту.

*Попередній Інформаційний Меморандум* є тим основним первісним документом, що дає потенційному інвесторові необхідну інформацію про інвестиційний проект, тобто дозволяє ухвалити рішення щодо можливій участі в проекті.

Інвестиційна фаза інвестиційного проекту або освоєння інвестицій – це період реалізації інвестиційного проекту.

Головним завданням цього періоду є виконання суб'єктами інвестиційної діяльності своїх функціональних обов'язків щодо проекту. Крім того, вони повинні виконувати постійний контроль і нагляд за процесом реалізації проекту, оцінювати поточні результати й вносити корективи в бізнес–план, проект організації виробництва, проект організації робіт, план фінансування, календарний план або сітковий графік та інші документи, за допомогою яких можна спостерігати й регулювати освоєння інвестицій.

Механізм проведення такого постійного спостереження й контролю за процесом освоєння інвестицій наз. *моніторингом інвестиційних проектів*.

Експлуатаційний етап (виробничий) є останнім у проектному циклі, де інвестор одержує результати від вкладеного капіталу. Крім того, основою експлуатаційної фази є реабілітаційні дослідження, які проводяться на рівні підприємства. Основною метою досліджень явл. аналіз технічного, комерційного, фінансового й економічного стану підприємства з метою збільшення ефективності його діяльності й прибутковості зі збереженням його як самостійної економічної одиниці, а також для прийняття рішень об злиття з іншими компаніями або про його закриття.

Загалом рекомендується оцінювати наступні види ефективності: ефективність проекту загалом; ефективність участі в проекті.



Під ефективністю проекту загалом розуміється ефективність проекту, реалізованого «єдиним учасником за рахунок власних коштів. Із цієї причини показники ефективності визначаються на підставі грошових потоків тільки від інвестиційної й операційної діяльності» [16].

Ефективність участі в проекті визначається з метою перевірки реалізованого інвестиційного проекту і зацікавленості в ньому всіх його учасників; вона містить:

- ефективність участі підприємств у проекті (ефективність інвестиційного проекту для підприємств-учасників);
- ефективність інвестування в акції підприємства (ефективність для акціонерів акціонерних підприємств – учасників інвестиційного проекту);
- ефективність участі в проекті структур вищого рівня стосовно підприємств – учасникам інвестиційного проекту;
- бюджетну ефективність інвестиційного проекту (ефективність участі держави в проекті з погляду витрат і доходів бюджетів всіх рівнів).

## 7 ПОКАЗНИКИ ЕФЕКТИВНОСТІ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЕКТІВ

### 7.1 Економічний аналіз ефективності інвестиційного проекту

Обґрунтовуючи економічну ефективність інвестиційних проектів, застосовують комплекс показників, що відображають різні аспекти вже зазначених принципів і дають змогу оцінити доцільність інвестицій. З позицій експертної оцінки реалізація інвестиційного проекту може бути представлена у вигляді двох взаємозалежних процесів:

- вкладення коштів у інвестиційний проект;
- одержання доходів від вкладення коштів.

*Економічний аналіз* ефективності інвестиційного проекту передбачає застосування показників, що відображають співвідношення витрат і доходів у відповідності з інтересами його учасників. Розрізняються наступні показники ефективності інвестиційного проекту [31]:

- показники фінансової ефективності, що враховують фінансові наслідки реалізації проекту для його безпосередніх учасників;
- показники бюджетної ефективності, що відбивають фінансові наслідки здійснення проекту для державного, регіонального чи місцевого бюджету;
- показники економічної ефективності, які враховують витрати і результати, пов'язані з реалізацією проекту, що виходять за межі прямих фінансових інтересів учасників інвестиційного проекту.

Розрізняють показники абсолютної та порівняльної економічної ефективності капітальних вкладень

Показники **абсолютної** (загальної) ефективності використовувались для обґрунтування цілей виробництва – напрямів інвестування, тобто визначення того, що виробляти, які потреби (особисті чи суспільні) задовольняти. Кожна з цих потреб зовсім не замінює одна одну й може бути задоволена різною мірою залежно від розміру фонду накопичення, що є у розпорядженні суспільства.

Показники абсолютної ефективності інвестицій розраховуються залежно від рівня оцінювання (підприємство, галузь, економіка в цілому) як частка від ділення ефекту від здійснення капітальних вкладень до суми вкладень, які обумовили отримання цього ефекту. Розрахунок показників **порівняльної** ефективності спрямований на вирішення питання про те, який спосіб задоволення однієї й тієї ж потреби необхідно обрати у певних умовах, оскільки кожне господарське завдання, як правило, може бути вирішене у декілька способів, з–поміж яких треба вибрати найбільш раціональний.

Система основних показників оцінки інвестиційних проектів включає: коефіцієнт ефективності інвестицій (ARR); чистий приведений ефект (NPV);

період окупності (PP); індекс прибутковості (PI); норма рентабельності інвестицій (IRR) [32].

## 7.2 Види грошових потоків

Першим етапом у визначенні показників ефективності інвестиційного проекту є аналіз і оцінка *грошових потоків* інвестиційного проекту, які базуються на прогностичній інформації про передбачений обсяг випуску й збуту продукції, величині операційних витрат, аналітичних висновках про початкові й наступні потреби в активах довгострокового користування й чистого оборотного капіталу.

Існують різні види грошових потоків [2]:

Загальний грошовий потік (gross cash flow – GCF), який складається з чистого прибутку та негрошових витрат (амортизація, резерви за сумнівними боргами) мінус негрошові доходи (переоцінка валютних активів).

Чистий операційний грошовий потік (net operating cash flow – NOCF), який складається з загального грошового потоку – GCF та  $\Delta NWC$  (net working capital) – зміна чистого оборотного капіталу за розглянутий період, інтервал часу.  $\Delta NWC$  дорівнює приросту поточних зобов'язань мінус приріст поточних активів.

Вільний грошовий потік (free cash flow – FCF), який складається з NOCF та  $\Delta Inv$  ( $\Delta Investments$  – зміна інвестицій у позаоборотні активи, що дорівнює притоку коштів від продажу позаоборотних активів за мінусом відтоку коштів, пов'язаних із придбанням позаоборотних активів). Потік FCF характеризує кошти, якими розташовують всі провайдери (постачальники) фінансових ресурсів для підприємства, як акціонери, так і кредитори. Цей потік характеризує ринкову вартість підприємства.

Залишковий грошовий потік (residual cash flow – CFr) або грошовий потік до акціонерів (cash flow to equity – FCFE), складається з FCF та  $\Delta FR$  (зміна коштів від фінансової діяльності, тобто різниця між припливом коштів від акціонерів і кредиторів і відтоком при поверненні позикових коштів та сплаті відсотків за користування ними). Потік FCFE характеризує залишок коштів у розпорядженні акціонерів після розрахунків із кредиторами й показує ринкову вартість акціонерного капіталу підприємства.

Для розрахунку грошового потоку плановий строк реалізації капіталовкладень рекомендується поділити на три відрізки часу за періодами виникнення кошту:

- 1) розробка й початкові інвестування проекту;
- 2) експлуатація інвестиційного проекту;

### *3) завершення проекту.*

Узагальнюючими показниками в аналізі грошових потоків інвестиційного проекту виступають: початкові інвестиційні витрати; чистий операційний грошовий потік у періоді; ліквідаційний грошовий потік.

*Завершальним етапом оцінки грошового потоку від інвестиційного проекту – складання плану.*

Після складання плану грошового потоку інвестиційного проекту переходять до його оцінки ефективності, яку необхідно проводити по наступних принципах:

- *ефективність інвестованого капіталу, оцінюються шляхом порівняння грошового потоку, що формуються в процесі експлуатації інвестиційного проекту й початкової інвестиції. Проект визнають прибутковим, якщо забезпечується повернення всіх інвестицій при прийнятній для всіх інвесторів норми прибутковості;*

- *обов'язкове приведення до справжньої вартості як інвестованого капіталу, так і суми грошового потоку. Приведення здійснюється диференційовано по кожному етапі подальшого інвестування;*

- *процес дисконтирования всіх грошових відтоків і припливів здійснюється по дисконтних ставках, які вибираються залежно від особливостей інвестиційного проекту;*

- *для розрахунку показника ефективності інвестицій як ставки відсотка, що вибирається для дисконтирования, можуть бути використані: середньозважена вартість капіталу; середня депозитна або кредитна ставка; індивідуальна норма прибутковості; рівень ризику й ліквідність інвестицій і т. п.*

## **7.3 Основні показники ефективності інвестиційного проекту**

Оскільки для реалізації інвестиційного проекту необхідний певний час, то виникає потреба у приведенні грошових потоків доходів і витрат. Урахування фактора часу є дуже складною проблемою при оцінці інвестиційного проекту, оскільки головним чинником, що впливає на зміну вартості грошей у часі, є інфляція. Тому виникає необхідність у використанні дисконтованих критеріїв.

*ЗАЛЕЖНО від основних принципів оцінювання ефективності інвестиційних проектів використовується ряд методів, які умовно можна поділити на такі, у розрахунках яких використовується дисконтирование, і такі, у розрахунках яких дисконтирование не використовується.*

*До методів, у яких використовується дисконтирование відносять:*

- *метод розрахунку чистого дисконтованого доходу;*

- метод визначення індексу рентабельності інвестицій;
- метод визначення внутрішньої норми доходу інвестицій;

*ДО методів, які не передбачають використання концепції дисконтування відносять (розглядати не будемо):*

- метод визначення строку окупності інвестицій;
- метод визначення бухгалтерської рентабельності інвестицій або середньої норми прибутку на інвестиції.

### 1. МЕТОД РОЗРАХУНКУ ЧИСТОГО ДИСКОНТОВАНОГО ДОХОДУ.

Це метод аналізу інвестицій, що базується на визначенні величини, отриманої шляхом дисконтування різниці між всіма річними відтоками й припливами реальних грошей, які накопичуються протягом всього життя проекту.

Розрахунок чистого дисконтованого доходу визначається по формулі:

$$ЧДД = \sum \frac{P_k}{(1+i)^n} - IC, \quad (7.1)$$

де  $P_k$  – річні грошові надходження в плинні  $n$ –років;

$IC$  – інвестиції стартові;

$i$  – ставка дисконту;

– загальна сума дисконтированих надходжень по проекті.

Якщо,  $ЧДД > 0$  можлива реалізація проекту; якщо  $ЧДД < 0$  проект необхідно відхилити, він збитковий;  $ЧДД=0$  проект неприбутковий і не збитковий.

### 2. МЕТОД ВИЗНАЧЕННЯ ІНДЕКСУ РЕНТАБЕЛЬНОСТІ ІНВЕСТИЦІЙ.

Він є продовженням ЧДД і є відносною величиною, що визначається по формулі:

$$IP = (\sum \frac{P_k}{(1+i)^n}) / IC, \quad (7.2)$$

Якщо  $IP = 1$ , то це означає, що прибутковість інвестицій точно збігається нормативу рентабельності. Якщо  $IP > 1$ , то проект прибутковий і навпаки,  $IP < 1$  – проект збитковий.

### 3. МЕТОД ВИЗНАЧЕННЯ ВНУТРІШНЬОЇ НОРМИ ДОХОДУ (IRR) –

ставки дисконту, використання якої забезпечило б рівність потокової вартості

очікуваних грошових відтоків і поточної вартості очікуваних грошових надходжень.

Показник ВНД – характеризує максимально припустимий відносний рівень витрат, які мають місце при реалізації ІП. ВНД визначає максимальну базову ставку, за якої капіталовкладення не збиткові. Внутрішня норма доходу відповідає такій нормі дисконту, за якої чистий дисконтований дохід обертається на нуль.

ПРАКТИЧНЕ застосування цього методу зводиться до того, що в процесі аналізу вибирається два значення ставки дисконту  $i_1 < i_2$ , таким чином, щоб в інтервалі  $(i_1, i_2)$ , функція ЧДД= $f(i)$  змінювала своє значення з «+» на «-» або навпаки. Таким чином, використовують наступну формулу:

$$ВНД = i_1 + [ЧДД_{i_1} / (ЧДД_{i_1} - ЧДД_{i_2})] \times (i_2 - i_1), \quad (7.3)$$

де  $i_1, i_2$  – процентна ставка, що дає позитивне, негативне значення ЧДД;

$ЧДД_{i_1}, ЧДД_{i_2}$  – величина позитивної й негативної ЧДД.

## **8 ОЦІНКА ЕФЕКТИВНОСТІ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЕКТІВ. МЕТОДИКА ВИБОРУ НАЙЕФЕКТИВНІШОГО ІНВЕСТИЦІЙНОГО ПРОЕКТУ**

### **8.1 Сучасна концепція оцінки ефективності інвестиційних проектів**

Оцінювання ефективності інвестиційних проектів базується на певних принципах, які можна об'єднати в дві групи:

- методологічні принципи результативності, об'єктивності,
- системності, комплексності, обмеженості ресурсів, альтернативної вартості, необмеженості потреб;
- методичні принципи специфічності проекту, розбіжності інтересів, динамічності, нерівноцінності різночасових витрат і результатів, погодженості, неповноти інформації.

Процес оцінювання ефективності інвестиційного проекту проходить певні етапи [1]:

1. Оцінка ефективності проекту загалом, що включає визначення:

- суспільної значимості і ефективності проекту;
- комерційної ефективності проекту;
- наявності державної підтримки реалізування проекту й вплив даної підтримки на комерційну ефективність проекту.

2. Оцінка ефективності проекту для кожного учасника.

Поетапність проведення оцінювання ефективності інвестиційних проектів доцільно здійснювати на основі стадій життєвого циклу інвестиційного проекту з врахуванням особливостей кожного етапу (фази, стадії) проекту, при цьому будуть застосовуватись також і різні методи та показники оцінювання ефективності проектів. Теоретичні дослідження свідчать, що оцінювання ефективності інвестиційних проектів можна здійснювати різноманітними методами, котрі об'єднують у наступні групи.

Таким чином, оцінювання ефективності інвестиційного проекту здійснюють за різноманітними методиками протягом усього періоду реалізації проекту, проте на окремих стадіях будуть певні відмінності в залежності від використовуваних методів оцінки. Зокрема, на стадії проектування та бюджетування інвестиційного проекту (передінвестиційній фазі) першочергово оцінюватиметься ефективність інвестиційного проекту загалом. На стадіях реалізації інвестиційного проекту (інвестиційні фаза) та експлуатаційній фазі оцінювання ефективності проекту здійснюватиметься для кожного учасника (інвестора) окремо.

Таблиця 8.1 – Групування можливих методів оцінювання ефективності інвестиційних проектів

Групи методів оцінки ефективності	Характеристика методів
прості або традиційні методи	передбачають визначення коефіцієнту ефективності інвестицій, терміну окупності інвестицій та показника порівняльної економічної ефективності інвестицій
методи, що ґрунтуються на показниках бухгалтерської звітності	передбачають визначення балансової та чистої рентабельності інвестиційного проекту
методи, що ґрунтуються на дисконтуванні	передбачають врахування концепції вартості грошей в часі
статичні методи	визначають термін окупності інвестицій та облікову норму доходності інвестицій
динамічні методи	визначають чисту теперішню вартість інвестицій, індекс прибутковості (рентабельності) інвестицій, внутрішню норму доходності інвестицій
ризик–методи	базуються на врахуванні ризику інвестування

На завершальній стадії реалізації інвестиційного проекту доцільно здійснювати порівняння ефективності проекту загалом й очікуваних вигод для кожного з інвесторів. При цьому, використовуючи різноманітні методи оцінювання ефективності на різних стадіях життєвого циклу інвестиційного проекту, слід враховувати вплив непередбачуваних подій, ризиків та впливу факторів фінансово–економічної кризи. Зокрема, вплив факторів фінансово–економічної кризи може кардинально змінити очікувану ефективність інвестиційного проекту, до прикладу, за змінами норм термінів окупності чи прибутковості.

З позицій експертної оцінки реалізація інвестиційного проекту може бути представлена у вигляді двох взаємозалежних процесів:

- вкладення коштів у інвестиційний проект;
- одержання доходів від вкладення коштів.

## 8.2 Переваги та недоліки методів оцінки ефективності інвестиційних проектів

Досліджені методи оцінювання ефективності інвестиційного проекту мають свої позитивні й негативні сторони (табл. 8.2), оскільки не усі методи враховують: вплив фактору часу і зміни вартості показників у часі, вплив інфляції та зміни вартості грошей, дисконтування грошових потоків, вплив факторів ризикованості й непередбачуваності подій.



Таблиця 8.2 – Переваги та недоліки методів оцінки ефективності інвестиційних проектів

№ з/п	Показник	Перевага	Недоліки
1	2	3	4
1	Чиста теперішня вартість (чистий приведений дохід) (NPV)	<ul style="list-style-type: none"> <li>– урахування фактора часової вартості грошових надходжень;</li> <li>– забезпечення збільшення ринкової вартості підприємства, адитивний;</li> <li>– прогнозна оцінка економічного потенціалу підприємства характеризує прогнозну величину приросту капіталу</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– абсолютні показники не дають можливості оцінити «резерв» безпеки підприємства, не можна оцінити ступінь ризику, має місце невизначеність розрахунків майбутніх грошових потоків;</li> <li>– ставка дисконту, як правило, обирається сталою для всього інвестиційного циклу, хоча може здійснюватися залежно від економічних умов</li> </ul>
2	Індекс рентабельності інвестицій (PI)	<ul style="list-style-type: none"> <li>– дозволяє здійснювати порівняльну оцінку проектів;</li> <li>– відносний показник, що обумовлює його зручність застосування;</li> <li>– дозволяє судити про резерв безпеки підприємства</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– неадитивний, залежить від дисконту;</li> <li>– при порівняльній оцінці взаємовиключаючих проектів з різним обсягом інвестиційних витрат вступає в протиріччя з NPV</li> </ul>
3	Внутрішня норма рентабельності (IRP)	<ul style="list-style-type: none"> <li>– відносне значення показника просте для розуміння та використання, враховує часову цінність грошових вкладень, відображає граничні значення процентної ставки та терміну окупності;</li> <li>– не залежить від норми дисконту;</li> <li>– спрямованість на збільшення доходів інвесторів</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– помилкове ранжування взаємовиключаючих проектів з різним обсягом капітальних вкладень;</li> <li>– неадитивний метод;</li> <li>– не має впевненості, що ставка дисконту є незмінною на протязі терміну експлуатації проекту;</li> <li>– вказує лише на максимальний рівень затрат (якщо IRP двох проектів більше ціни залучених джерел фінансування, то вибір кращого варіанта за даним методом неможливий);</li> <li>– проблематичність застосування для оцінки проектів у випадку вкладення коштів по роках, а не одноразово</li> </ul>
4	Модифікована норма рентабельності (MIRR)	<ul style="list-style-type: none"> <li>– дозволяє провести оцінку проекту без реінвестування коштів у проект</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– при різних обсягах інвестиційних витрат результати оцінки ефективності проектів можуть не забезпечити точності вибору</li> </ul>

### Продовження таблиці 8.2

1	2	3	4
5	Період окупності	– простота розрахунків та розуміння	– не враховує часову вартість грошових потоків; – не враховує грошові потоки поза межами періоду окупності; – неадитивний метод; – не може бути використаний для визначення прибутковості проекту
6	Дисконтований період окупності	– дозволяє визначити економічно доцільний термін реалізації проекту; – дозволяє проводити оцінку (хоча і наближену) ліквідності та ризикованості інвестиційного проекту	– враховує лише початкові грошові потоки протягом періоду окупності
7	Облікова норма рентабельності	– простота розрахунків та використання на практиці; – орієнтує на варіанти інвестування, безпосередньо пов'язані з рівнем доходу	– не враховує часову оцінку вкладень; – в основі розрахунку приймається прибуток, а не грошовий потік; – не враховує різницю в тривалості експлуатації активів, створених в результаті інвестиційних проектів

### 8.3 Методи оцінки альтернативних (конкуруючих) інвестиційних проектів

Трапляється, коли різні показники ефективності інвестицій призводять до суперечливих висновків. Переважно це стосується конкуруючих інвестицій. Виникнення конкуренції між інвестиційними проектами можливе через дві причини. По–перше, інвестиції можуть конкурувати просто внаслідок того, що вони є взаємовиключними через причини неекономічного характеру. По–друге, інвестиції можуть конкурувати через бюджетні обмеження (іноді ця ситуація визначається як раціонування капіталу). У такій ситуації у портфелі підприємства знаходиться декілька невзаємовиключних проектів з позитивними величинами показників ефективності, але на реалізацію всіх проектів не вистачає коштів.

Інвестиції виявляються взаємовиключними в тих випадках, коли вони забезпечують альтернативні способи досягнення одного й того самого результату або використання якогось обмеженого ресурсу, але не грошових коштів. Очевидно, що подібно до багатьох інших економічних завдань з обмеженістю ресурсів даний тип проблем вибору виникає лише у фіксованих часових рамках, у межах яких подолати цю обмеженість ресурсів виявляється неможливо. Аналізовані альтернативні проекти можуть відрізнятися за

показниками ефективності: за показником NPV найбільш вигідним є проект А, за показником індексу рентабельності – проект Б, найвищу максимальну дохідність (IRR) має проект В. Причинами таких суперечливих висновків є: відмінності у графіках майбутніх грошових надходжень; різні суми необхідних інвестицій. Отже, у такому разі прийняти рішення на основі розглянутих методів без додаткового аналізу неможливо. Для цього необхідно знайти перетин (точку) Фішера.

Перетин Фішера – це таке значення ставки дисконтування, при якому альтернативні проекти мають однакове значення NPV, тобто є рівноефективними.

Це значення ділить всю сукупність можливих ставок дисконтування на 2 інтервали. Якщо бажана дохідність, яка використовується для вибору ставки дисконтування, потрапляє в інтервал  $k \in [0; i)$ , більш ефективним є проект Б, оскільки за цих умов він забезпечує більше значення ЧПВ, адже саме цей показник є вирішальним у виборі. Якщо ж бажана дохідність, яка використовується для вибору ставки дисконтування, потрапляє в інтервал  $k \in i; IRR$ , – більш ефективним є проект А. Перетин Фішера –  $i$   $IRR_B$   $IRR_A$

## 9 НЕВИЗНАЧЕНІСТЬ І РИЗИК В ІНВЕСТИЦІЙНОМУ МЕНЕДЖМЕНТІ

### 9.1 Сутність інвестиційного ризику

Розробка інвестиційних проектів здійснюється в умовах невизначеності. Це, насамперед, пов'язано з недосить повною інформацією, на основі якої розробляється інвестиційний проект. Дана проблема, частково усувається у подальшій роботі над проектом шляхом отримання додаткової інформації та внесення змін у розроблену інвестиційну документацію. Тому, поки інвестиційні розрахунки здійснюються в умовах невизначеності, існує вірогідність настання несприятливих ситуацій, які можуть призвести до зниження ефективності проекту, або до виникнення додаткових витрат.

Зважаючи на це, для прийняття правильного інвестиційного рішення необхідно не тільки визначити розмір очікуваного прибутку, а й оцінити ризиковість інвестиційних рішень шляхом встановлення та кількісного визначення проектного ризику, характеру його впливу на результати впровадження інвестиційних проектів та ступеню покриття очікуваного прибутку передбачуваного ризику.

Аналіз (оцінка) проектних ризиків здійснюється за двома підходами – кількісним та якісним (рис. 9.1.).

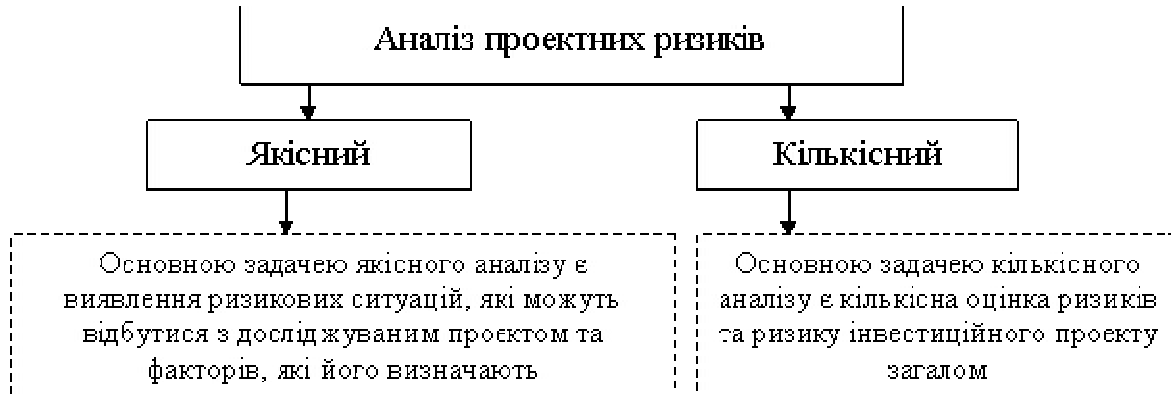


Рисунок 9.1– Підходи до оцінки проектних ризиків

Якісний аналіз передбачає встановлення ризикових ситуацій, що можуть відбутися за реалізації інвестиційних проектів, їх обґрунтування та встановлення причин їх виникнення. Дана процедура носить назву „ідентифікації проектних ризиків”. Якісний аналіз проектних ризиків передбачає оцінку можливих втрат (збитків) компанії за настання ризикових ситуацій, та розробку пропозицій щодо їх мінімізації. Даний вид аналізу дозволяє найбільш повно виявити ризикові ситуації, а також надає необхідні дані для проведення кількісного аналізу проектних ризиків.

Кількісна оцінка впливу ризикових ситуацій на показники ефективності

реалізації інвестиційних проектів дозволяє здійснити кількісний аналіз проектних ризиків.

Оцінка та аналіз проектних ризиків здійснюється як на стадії розробки інвестиційних проектів, так і на стадії проведення аудиторської експертизи.

## 9.2 Модель оцінки ефективності інвестиційного проекту з урахуванням ризику

Розглянемо методику оцінки проектних ризиків з позиції незалежного аудитора, який має встановити існування ризикових ситуацій за допомогою здійснення якісного аналізу, кількісно оцінити ризик інвестиційних проектів, застосовуючи метод коригування, визначити механізм зниження ризиків інвестиційного проекту та характер їх впливу на основні показники ефективності інвестиційних проектів (рис. 9.2).



Рисунок 9.2 – Модель оцінки ефективності інвестиційного проекту з урахуванням ризику

Визначаючи доцільність вкладення коштів в інвестиційний проект, аудитор має спрогнозувати величину доходів та витрат за проектом (обсягу випущеної продукції, її оцінити, капітальних та поточних витрат за проектом), оцінити можливість існування проектних ризиків та характер їх впливу на грошові потоки за проектом.

Тобто, початковий етап оцінки ризику інвестиційних проектів здійснюється на етапі складання бізнес-плану та передбачає ідентифікацію, класифікацію та опис можливих ризикових ситуації реалізації інвестиційних проектів для аналітичної оцінки та удосконалення процесу управління ними. Застосовуючи метод експертних оцінок, який передбачає формування експертної групи зі спеціалістів різного спрямування (аудитори, спеціалісти з інвестування, будівництва, фінансів), проводиться якісний аналіз проектних ризиків.

На даному етапі оцінки ризику інвестиційних проектів, експерти здійснюючи аналіз проектних ризиків та можливості їх виникнення на досліджуваному об'єкті, надають оцінку в балах кожному виду ризику за інвестиційним проектом, а саме: технологічному ризику та ризику будівництва; ризику невідповідності ринкової позиції проекту; ризику дій контрагентів, учасників проекту; ризику надходження грошових коштів та фінансовим ризикам; ризику правової структури проекту. Відзначимо, що оцінки експертів являють собою тільки рекомендації, а не інструкції того, що необхідно здійснити в певній ситуації, та є суб'єктивними, що певною мірою знижує точність оцінки. Разом з тим, подібний аналіз є одним із найпоширеніших видів аналізу проектних ризиків.

Порядок розрахунку загального ризику інвестиційного проекту ( $R_{\text{заг}}$ ) передбачає крім експертної оцінки ризику (в балах від 10 до 100) визначення долі кожного виду ризику в загальному проектному ризику  $R_{\text{заг}}$ . Дана методика розроблена міжнародними рейтинговими агентствами [1] та дозволяє стандартизувати долі проектних ризиків таким чином:

- $R_1$  – технологічний ризик та ризик будівництва (0,2);
- $R_2$  – ризик невідповідності ринкової позиції проекту (0,25);
- $R_3$  – ризику дій контрагентів, учасників проекту (0,1);
- $R_4$  – ризик надходження грошових коштів та фінансові ризики (0,35);
- $R_5$  – ризику правової структури проекту (0,1).

Загальний проектний ризик можна розрахувати таким чином:

$$R_{\text{заг}} = 0,2R_1 + 0,25R_2 + 0,1R_3 + 0,35R_4 + 0,1R_5 \quad (9.1)$$

Наступним етапом оцінки ефективності інвестиційних проектів з урахуванням проектних ризиків є інтегрування ризику до методів оцінки ефективності інвестиційних проектів через застосування методів коригування.

Сутність методів коригування полягає в тому, що деякі вихідні дані інвестиційних проектів, зокрема вартість капіталу, поточні та капітальні витрати, вигоди, економічний термін життя, коригуються (зменшуються або збільшуються) з метою врахування ризику окремого інвестиційного проекту [34, ст. 239].

У запропонованій методиці з метою здійснення кількісного аналізу проектних ризиків та оцінки ефективності інвестиційного проекту, застосуємо метод скоригованих на ризик ставок дисконту. Даний метод передбачає коригування ставки дисконту за інвестиційним проектом ( $d_{zz}$ ) на фактор ризику, який дозволяє визначити чисті грошові потоки за проектом за визначений інтервал планування проекту.

Пропонується використовувати для розрахунку ставки дисконту за проектом ( $d_{zz}$ ) з урахуванням премії за ризик, модель CAMP (capital assets pricing model).

$$d_{zz} = d_{sf} + \beta (d_{puz} - d_{sf}), \quad (9.2)$$

де  $d_{zz}$  – загальна ставка дисконту за проектом з урахуванням премії за ризик;

$d_{sf}$  – безризикова ставка доходу;

$d_{puz}$  – середньоринкова ставка доходу за проектом;

$\beta$  – коефіцієнт ризику, який відображає відносну ризиковість інвестицій у досліджуваній проект порівняно із інвестицією у фінансовий портфель із середньоринковою дохідністю;

$(d_{puz} - d_{sf})$  – премія за ринковий ризик.

Дана формула розрахунку загальної ставки дисконту за проектом враховує дисконтний поділ на безризикову та ризикову складові. Безризикова складова відповідає нормі доходу безризикових інвестицій, до яких можна віднести короткострокові державні облігації. Ризикова складова пов'язана із коливанням цін на ресурси та зміною дохідностей фінансових інструментів. Отже, складаючи інвестиційний бізнес-план, необхідно передбачити премію за ризик, розмір якої має збільшуватися пропорційно зростанню ризиків за певним інвестиційним проектом.

Показник  $\beta$  розрахований на базі накопичених статистичних даних, означає, що при зростанні середньоринкової дохідності на 1 %, дохідність даної інвестиції збільшиться на  $\beta$ . Головною проблемою практичного застосування даного методу є визначення коефіцієнта  $\beta$  для досліджуваного проекту.

Значення коефіцієнту  $\beta$  залежить від поведінки учасників ринку й проекту протягом всього терміну його реалізації.

Враховуючи те, що  $\beta$  – коефіцієнт є коефіцієнтом, що характеризує ризиковість проекту (є мірою ризику), та допускаючи можливість врахування всіх видів ризику під час проведення якісного аналізу проектних ризиків, методика розрахунку  $\beta$ -коефіцієнта буде мати такий вигляд:

$$\beta = \frac{R_{\text{пр}}}{100} + 1, \quad (9.3)$$

де  $R_{\text{пр}}$  – загальна величина проектного ризику.

Таким чином, ми отримуємо коефіцієнт ризику в діапазоні від 1 до 2, що відповідає вимогам моделі CAPM.

Розраховуючи загальну ставку дисконтування за проектом  $d_{\text{пр}}$ , під ринковою ставкою доходу ( $d_{\text{рм}}$ ) прийматимемо необхідну норму дохідності за інвестиційним проектом. Це дозволить визначити чистий приведений дохід за проектом ( $NPV$ ) з урахуванням необхідної норми доходу та оціненого проектного ризику.

Невизначеність показників інвестиційних проектів, які реалізує або планує реалізувати підприємство, може бути зумовлена трьома причинами, а саме:

- 1) невизначеністю через відсутність інформації про повний перелік чинників, що впливають на рівень показників інвестиційних проектів;
- 2) невизначеністю, яка зумовлена відсутністю повної інформації про прогнозні значення показників, які характеризують чинники впливу;
- 3) невизначеністю через відсутність інформації про кількісні залежності між чинниками впливу та показниками інвестиційних проектів.

Управління інвестиційним ризиком повинно зводитися у підсумку до визначення найкращого для інвесторів співвідношення між рівнем прибутковості інвестування та ступенем ризику такого інвестування. Інвестори, розглядаючи інвестиційні проекти, приймають рішення про доцільність реалізації цих проектів на підставі трьох основних показників, а саме:

- сподіваного прибутку (або чистого грошового потоку) від реалізації проекту (цим показником, зокрема, може слугувати його середньорічне прогнозне значення протягом періоду реалізації інвестиційного проекту);
- вартості реалізації проекту, тобто суми потрібних інвестицій у його здійснення;
- рівня ризику реалізації проекту (цим показником можна вибрати, зокрема, коефіцієнт варіації за середньоквадратичним або середньолінійним відхиленням).



Між трьома переліченими вище показниками в умовах рівноваги на інвестиційному ринку повинен існувати певний взаємозв'язок, який задовольняє такі основні вимоги:

1. Якщо існує декілька прийнятних інвестиційних проектів, що характеризуються однаковою вартістю та тривалістю експлуатації, то із збільшенням ризику реалізації проекту математичне сподівання прибутку (чистого грошового потоку) за ними повинно збільшуватися.

2. Якщо існує декілька прийнятних інвестиційних проектів, за якими математичне сподівання прибутку (чистого грошового потоку) та тривалість їх реалізації є однаковими, то із збільшенням ризику реалізації проекту його вартість повинна зменшуватися.

3. У випадку наближення рівня ризику реалізації проекту до максимально можливого його значення вартість проекту за фіксованого сподіваного прибутку (чистого грошового потоку) та тривалості його здійснення наближається до нуля.

4. Вартість інвестиційного проекту за фіксованого сподіваного прибутку (чистого грошового потоку) та тривалості його здійснення зменшується пропорційно до зростання ризику реалізації проекту.

Оцінюючи ризик інвестиційних проектів, необхідно визначати шляхи зниження ризикових ситуацій, за допомогою резервування коштів, страхування, розподілу ризику між учасниками проекту тощо. Тобто, на етапі оцінки доцільності реалізації інвестиційних проектів, аудитор має оцінити додаткові затрати, розмір яких залежить від умов реалізації проекту та ризику зміни основних його параметрів. Дані витрати доцільно враховувати під час оцінки ефективності проекту в процесі проектування бізнес-плану.

## СПИСОК РЕКОМЕНДОВАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Про інвестиційну діяльність : Закон України від 18.09.1991, № 1560–XII. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.zakon.rada.ua>.
2. Бирка М. І. Розвиток системи залучення прямих іноземних інвестицій на підприємства : дисертації на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук : 08.00.04 – економіка та управління підприємствами (за видами економічної діяльності) / Марія Ігорівна Бирка ; Міністерство освіти і науки України, Національний університет «Львівська політехніка». – Львів, 2016. – 271 с.
3. Богатирьов А.М. Планування діяльності підприємств харчової промисловості в умовах ринку : монографія / А. М. Богатирьов, А. І. Бутенко, І. О. Кузнецова. – Одеса : Інститут проблем ринку та економіко–екологічних досліджень НАН України. Одеська національна академія харчових технологій, 2002.
4. Бланк І.О. Інвестиційний менеджмент : підручник / І.О. Бланк, Н. М. Гуляєва. – Київ : Київ. нац. торг.-екон. ун-т, 2003. – 398 с.
5. Непогодіна Н.І. Інвестиційна стратегія в управлінні розвитком промислового підприємства (на прикладі машинобудівної галузі) – Рукопис. – Автореферат дисертації здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук – Спеціальність 08.00.04 – економіка та управління підприємствами (машинобудування) – Хмельницький національний університет, Хмельницький, 2009.
6. Свобода Т.І. Обґрунтування інвестиційної стратегії підприємства. / Т.І. Свобода. – Науково–практична інтернет–конференція // [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://intkonf.org/svoboda-t-i-obgruntuvannya-investitsiynoyi-strategiyipidpriemstva/>
7. Штанько Л. О. Процес планування ефективної інвестиційної стратегії підприємства / Л. О. Штанько // Проблеми системного підходу в економіці : Зб. наук. праць. – Київ, 2009 р. – С. 65 – 67.
8. Сучасні підходи до розробки інвестиційної стратегії підприємств / І. О. Відоменко, Є. В. Кривша // Економіка харчової промисловості. – 2010. – № 2 – С. 8 – 13.
9. Чернега О. М. Технології управління реальними інвестиціями підприємства / О. М. Чернега // Технології управління як базова складова формування конкурентних переваг підприємства : монографія – за загальною редакцією док. екон. наук, професора І. О. Кузнецової. – Одеса : Атлант, 2012. – С. 73 – 82.

10. Кублікова Т. Б. Основні функції ринку цінних паперів інститутів спільного інвестування / Т. Б. Кублікова // Житомир : Вісник ІПСТ. – 2009. – № 3 – С. 34 – 40.
11. Кублікова Т.Б. Напрямки розвитку інститутів спільного інвестування в Україні / Т. Б. Кублікова // Одеса : ОДЕУ: Збірник наукових праць. – 2009. – № 11. – С.114–118.
12. Черваньов Д. М. Менеджмент інвестиційної діяльності підприємства: навч. посібник / Д. М. Черваньов. – Київ : Знання-Прес, 2003. – 622 с.
13. Бутирина В. М. Управління фінансовими інвестиціями підприємства в умовах економічної кризи / В. М. Бутирина, О. С. Семерикова // Прометей : регіон. зб. наук. праць з економіки. – 2012. – № 2 (35). – С. 253 – 257.
14. Ивасенко А. Г. Инвестиции: источники и методы финансирования / А. Г. Ивасенко, Я. И. Никонова. – 3-е изд., перераб. и доп. – Москва : Изд-во «Омега-Л», 2009. – 261 с.
15. Фінансові інвестиції: визначення та класифікація в податковому та бухгалтерському обліку [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.dtki.com.ua/show/3cid0579.html>
16. Шарп У. Инвестиции / У. Шарп, Г. Александр, Дж. Бэйли; Пер. с англ. – Москва : ИНФРА-М, 2001. – XII. – 1028 с.
17. Берешко П.О. Фінансові інвестиції. – Київ : Економіка, 2005. – 286 с.
18. Липчанська О.В. Методика та організація аналізу фінансових інвестицій // Формування ринкових відносин в Україні. – 2006. – № 2. – С. 10–15.
19. Норткотт Д. Прийняття інвестиційних рішень / Пер. с англ. – М.: Банки і біржі, ЮНИТИ, 2001. – 118 с.
20. Фрайберг. Фінансовий контролінг. Концепція фінансової стабільності фірми // Фінансова газета. – 2003. – 38 с.
21. Руденко В. В. Управління фінансовими інвестиціями підприємства в умовах економічної кризи: теоретичний аспект / В. В. Руденко// – Сталий розвиток економіки: наук. Журнал. – 2010. – № 2. – С.175–182.
22. Голубєв Д. І. Етапи розробки інвестиційної політики підприємства [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.economy.in.ua/pdf/10\\_2014/23.pdf](http://www.economy.in.ua/pdf/10_2014/23.pdf)
23. Семенов А. Г. Класифікація інвестицій як економічної категорії / А. Г. Семенов, В. О. Васильєв // Бізнес Інформ. – 2013. – № 10. – С. 43–49.
24. Данілов О. Д. Інвестування : [навч.посібник] / О. Д. Данілов, Г. М. Івашина, О. Г. Чумаченко. – Київ : Комп'ютер-прес, 2001. – 364 с.

25. Крупка Я. Д. Прогресивні методи оцінки та обліку інвестиційних ресурсів / Я. Д. Крупка. – Тернопіль : Економічна думка, 2000. – 354 с. – С. 16.
26. Стефанович Є. А. Інвестиційні проекти та джерела їх фінансування / Є. А. Стефанович // Інвестиції: практика та досвід. – 2010. – № 20. – С. 8–12.
27. Ткачик Ф. Інвестиційний проект: сутність, методи оцінки та джерела фінансування / Федір Ткачик // Економічний аналіз : зб. наук. праць каф. екон. аналізу і статистики Терноп. нац. екон. ун-ту. – Тернопіль, 2011. – Вип. 9, ч. 2. – С. 398–401.
28. Перебийніс В. І. Енергетичний фактор забезпечення конкурентоспроможності продукції : [монографія] / В. І. Перебийніс, О. В. Федірець. – Полтава : ПУЕТ, 2012. – 190 с.
29. Шкода М. С. Теоретичні аспекти формування інвестиційної стратегії на підприємствах легкої промисловості / М. С. Шкода, А. В. Сташейко // Актуальні проблеми інноваційного розвитку кластерного підприємництва в Україні : зб. ст. за матеріалами Всеукр. наук.–практ. конф. (30 березня 2017 р., м. Київ). – Київ : КНУТД, 2017. – С. 254–259.
30. Грачева М. В. Анализ проектных рисков : учеб. пособие для вузов. – М.: ЗАО «Финстатинформ». – 1999. – 155 с.
31. Коюда В.О. Основи інвестиційного менеджменту : навч. посібник. / В. О. Коюда, Т. І. Лепейко, О.П. Коюда. – Київ : Кондор, 2008. – 340 с.
32. Пересада А. А. Управління інвестиційним процесом. – Київ : Лібра, 2002. – 472 с.
33. Лещук Г. В. Методики оцінювання ефективності інвестиційних проектів / Г. В. Лещук // Економічний простір : Збірник наукових праць. – № 23/2. – Дніпропетровськ : ПДАБА, 2009. – С. 26 – 34.
34. Воркут Т. А. Проектний аналіз. – Київ : Український центр духовної культури, 2000. – 440 с.

*Навчальне видання*

**САМОЙЛЕНКО** Інна Олександрівна

КОНСПЕКТ ЛЕКЦІЙ  
із дисциплін

**«ІНВЕСТИЦІЙНИЙ МЕНЕДЖМЕНТ»**

*(для студентів магістратури усіх форм навчання  
спеціальності 073 Менеджмент)*

Відповідальний за випуск *М. К. Гнатенко*

*За авторською редакцією*

Комп'ютерне верстання *І. О. Самойленко*

План 2017, поз. 232Л

---

Підп. до друку 06.11.2017. Формат 60х84/16

Друк на ризографі. Ум. друк. арк. 5,8.

Тираж 50 пр. Зам. №.

Видавець і виготовлювач:

Харківський національний університет  
міського господарства імені О. М. Бекетова,  
вул. Маршала Бажанова, 17, Харків, 61002.

Електронна адреса: [rectorat@kname.edu.ua](mailto:rectorat@kname.edu.ua)

Свідоцтво суб'єкта видавничої справи:

ДК № 5328 від 11.04.2017.